

Hyman P. Minsky

Las razones de Keynes

Textos de  Economía
Fondo de Cultura Económica

• Traducción de Jorge Ferreiro

HYMAN P. MINSKY

LAS RAZONES D KEYNES



FONDO DE CULTURA ECONÓMICA

MÉXICO

Primera edición en inglés, 1975

Primera edición en español, 1987

*

I

Título original:

John May/iard Keynef

© 1975, Columbra University Press» Nueva York

ISBN 0-231-036.16-7

D.R.© 1987, Fondo de Cultura Económica, S.A. deC.V.

Av.de la Universidad, 975; 0310Q México, D.F.

ISBN 968-16-2667-2

Impreso en México

- [PREFACIO](#)
- [II. LA SABIDURÍA CONVENCIONAL: LA INTERPRETACIÓN CLÁSICA DE KEYNES](#)
 - [III. PERSPECTIVAS FUNDAMENTALES](#)
 - [V. LA TEORÍA DE LA INVERSIÓN](#)
 - [VI. LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS, LA INESTABILIDAD FINANCIERA Y EL RITMO DE INVERSIÓN](#)
 - [VIII. FILOSOFÍA SOCIAL Y POLÍTICA ECONÓMICA](#)
 - [IX. IMPLICACIONES POLÍTICAS DE LA INTERPRETACIÓN ALTERNATIVA](#)
- [ÍNDICE](#)

PREFACIO

La POSICIÓN especial de John Maynard Keynes se basa sobre su obra “revolucionaria”, Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero. El presente estudio se enfoca hacia esa obra y hacia la afirmación de que ella revolucionó el pensamiento económico: el tema consiste en que la Teoría general efectivamente formula un cambio revolucionario en teoría económica, pero que esa revolución abortó en el proceso de llegar a la versión clásica actual de lo que entendía Keynes. Por eso se hace un intento de recuperar el aliento revolucionario de la Teoría general.

Este libro se centra en la Teoría general y virtualmente pasa pór alto la obra anterior de Keynes sobre teoría monetaria. También se deja virtualmente de lado la inmensa bibliografía que desarrolló, explicó, interpretó y formalizó a la obra de Keynes. La razón de esas omisiones no es que considere yo sin importancia la obra previa de Keynes o la bibliografía respecto a él, sino que un estudio cabal y bien documentado de la obra de Keynes y de la discusión que provocó estorbaría a mi mensaje, el cual afirma que en los aspectos de scuidados de la Teoría general se encuentra una teoría de los procesos de una economía capitalista que es mucho más adecuada para los problemas de análisis y de política económica a que nos enfrentamos en la actualidad, que aquella contenida en la teoría económica clásica.

La interpretación de Keynes que proponemos aquí se desarrolló en el transcurso de varios años. Una de fas aportaciones fue mi trabajo sobre la inestabilidad financiera; otra, fa obra de economistas que, cada cual a su modo, se apartaron de la interpretación clásica: Joan Robinson, G. L. S. Schackle, Nicholas Kaldor, Sidney Weintraub, Paúl Davidson, Robert Clower y Axel Leijonhufvud destacan entre los disidentes que.influyeron en mi pensamiento. Se necesitaría un volumen mucho más amplio que éste para detallar los puntos de concordancia y de desacuerdo con

esos colegas de disenso, y además estas disputas y la exposición detallada de los diferentes criterios interferirían con el mensaje que quiero enviar.

Otra aportación a la evolución de mis ideas fueron las discusiones que tuve durante un agradabilísimo año. sabático en Cambridge. En particular, quiero dar las gracias por algunas excelentes conversaciones a Donald Moggridge, quien a la sazón empezaba a penetrar en los trabajos de Keynes para preparar lo que luego apareció como Volumen XIII (The General Theory and After: Part I, Preparation) y Volumen XIV (The General Theory and After: Part II, Defence and Development) de The Collected Works of John Maynard Keynes. Sin embargo, en este libro no se toma en cuenta explícitamente el material contenido en los volúmenes XIII y XIV. Mi manuscrito estaba ya en manos de los editores cuando aparecieron estos volúmenes. Más aún, cualquier examen detallado de esos materiales sería asunto de un libro enteramente distinto.

Además de Donald Moggridge, quiero dar las gracias tanto a los profesores Joan Robinson y W. B. Reddaway como a Aubrey Silbertson y a Alan Roe por soportarme cuando estuve en Cambridge. Soy inmensamente deudor de los comentarios agudos y de las críticas de Phyllis Freeman, Laurence H. Meyer, Maurice Townsend y Bernard Shull. Ninguno de ellos es responsable de los errores y de las falsas interpretaciones que puedan venir en seguida.

Quiero agradecer su apoyo para la realización de mi tarea al Consejo de Investigación en Ciencias Sociales, a la Fundación Nacional de Ciencias y, desde luego, a mi base principal, la Universidad de Washington. Tampoco ellos son responsables por lo que sigue. La señora Connie Pritchard se mostró rápida, eficiente y concienzuda en la mecanografía y el apoyo de oficina; la señora Susan Shift se encargó muy eficientemente de revisar las galeras y preparar el índice. Tanto Bernard Gronert como Karen Mitchell de la Columbia University Press fueron pacientes y solícitos.

Por su permiso para citar extensamente la Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero, de John Maynard Keynes, doy las debidas gracias a Harcourt Brace Jovanovich, Inc. y a The Royal Economic Society.¹

Un especial agradecimiento para mi esposa Esther, quien me ayudó y me alentó en este trabajo en muchos modos discretos. .

HYMAN P. Minsky Junio de 1975

INTRODUCCIÓN

HAY VECES en la historia, intelectual de una disciplina en que su casa teórica está en buen orden, mientras en otras esa casa, está toda desarreglada. Cuando la casa está en orden existe un amplio consenso acerca de su contenido y ello parece arrojar resultados útiles tanto en la interpretación de observaciones como a manera de guía en la política y la tecnología. Cuando la casa teórica está en desorden, especialistas calificados disienten acerca de su contenido: hay teorías en competencia y para cada una de ellas hay observaciones difíciles de explicar. Todas las teorías parecen tener una utilidad limitada y abundan las anomalías.

Hace algunos años —de principios a mediados de los sesenta—, la macroeconomía y la teoría monetaria parecían constituir una disciplina de comportamiento correcto y madura. Por aquel entonces, pese a la existencia de diversos rebeldes y disidentes, lo que parece inevitable en las disciplinas sociales, la mayoría de los economistas profesionales al parecer concordaban en que la síntesis neoclásica, que integraba las innovaciones de Keynes con el aparato y los resultados de la tradición 'clásica, era el marco adecuado para guiar tanto la investigación teórica y empírica como el análisis y los preceptos de la política económica. En la actualidad, en gran parte porque los fracasos de la política, actuando como sustitutos de experimentos críticos, revelaron deficiencias en las

bases analíticas, la macroeconomía y la teoría monetaria están en desorden.

El último párrafo de la obra más famosa de Keynes, Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero, contiene este pasaje que se cita con frecuencia: "las ideas de los economistas •. los filósofos políticos, tanto cuando son correctas como cuando están equivocadas, son más poderosas de lo que comúnmente se cree. En realidad el mundo está gobernado por poco más que esto". En la frase que precede a esta cita, Keynes señalaba: "En el momento actual, la gente está excepcionalmente deseosa de un diagnóstico más fundamental; más particularmente dispuesta a recibirlo; ávida de ensayarlo, con tal que fuera por lo menos verosímil" (ÍTG, p. 337).

En el momento, de escribir este libro, el ánimo en Estados Unidos es similar al que describía Keynes. Incluso sin la causa inmediata, de una gran depresión mundial, pero quizás por la persistencia de la inflación, por la conciencia de la pobreza no sólo en medio de la abundancia sino también por motivo de la abundancia, por la renovada

experiencia y el temor a la inestabilidad financiera, y por las condiciones desordenadas del comercio y de la* -finanzas internacionales, hay cierta corrosiva insatisfacción, con el estado tanto de la economía como del pensamiento económico y cierta decepción creciente entre las medidas de política adoptadas para influir sobre la economía. De lo cual se desprende la necesidad de reexaminar el marco teórico cuya aplicación indicó que esas opciones políticas eran adecuadas.

Así, en esta década de los setentas, las condiciones al parecer están a punto para otra "revolución intelectual" como la iniciada por la Teoría general en los años treinta.

En este libro, que interpreta la principal aportación de Keynes a la economía, sostengo que los ingredientes para esa "segunda

revolución" en nuestro modo de pensar acerca del capitalismo avanzado se encuentran en algunos aspectos descuidados y en las extrapolaciones lógicas del argumento propuesto por Keynes en la Teoría general. Mi opinión es que lo que se popularizó y fue acogido en los pliegues de la economía convencional es tan sólo una parte de la sustancia contenida en el argumento de Keynes. Se aceptaron aquellas ideas que pudieron asimilarse más fácilmente en el cuerpo de las antiguas ideas —lo que Keynes llamaba la economía clásica— y a la vez eran de mayor pertinencia ante los problemas a que se enfrentaba el mundo a fines de los años treinta y principios de los cuarenta: la secuela de estancamiento de la Gran Depresión y la movilización para y el financiamiento de la segunda Guerra Mundial. También sostengo que lo olvidado o lo perdido es una parte importante de la sustancia de la 'Teoría general'; esa parte perdida rompe abruptamente con las formulaciones fundamentales de las doctrinas clásicas anteriores y se relaciona de manera más inmediata con los problemas a que se enfrentan las economías desarrolladas en la actualidad. De ese modo, la teoría económica clásica keynesiana integrada —llamada síntesis neoclásica— atenta contra el espíritu y contra la sustancia de la obra de Keynes.

La sustancia de aquello que se descuidó en el desarrollo de la síntesis se puede agrupar bajo tres encabezados: la toma de decisiones en condiciones de incertidumbre, el carácter cíclico del proceso capitalista y las relaciones financieras de una economía capitalista avanzada. En la síntesis neoclásica se olvida el énfasis puesto por Keynes en el desequilibrio, esto es, en "el hecho de que nuestra existencia real se encuentra en la transición [entre posiciones de equilibrio nunca alcanzadas]" (TG, p. 304). Los modelos de la síntesis neoclásica son en esencia atemporales, mientras que, en la Teoría general, Keynes siempre tuvo conciencia del tiempo, del proceso y de la naturaleza transitoria de las situaciones particulares. Más aún, en tanto que la Teoría general trataba de manera explícita con una economía de características institucionales particulares, la interpretación aceptada se abstrae del detalle institucional. En particular, en las diversas

versiones de la síntesis neoclásica, d mecanismo financiero, medular para los intereses de Keynes. casi siempre se aborda de la manera más incompleta.

Cuando se toman en cuenta los aspectos del argumento de la Teoría general que se suelen pasar por alto, surge un modelo del proceso capitalista que es más útil para explicar el comportamiento de la economía norteamericana y de otras economías capitalistas avanzadas tanto en auge como en recesión y en estancamiento de alto nivel inflacionario, y más adecuado para determinar la política, de lo que es actualmente la teoría convencional. Tal como se reinterpreta aquí, Keynes desidia el predominio en nuestro pensamiento económico de los constructos básicos del sistema neoclásico —la función de producción y los sistemas de preferencia invariantes—i abriendo así la puerta a proposiciones políticas senas que formulan las interrogantes de "qué tipo"* y "para quién", que son tan importantes en la actualidad.

Interpretada convencionalmente, la teoría de Keynes legitimó el uso de instrumentos de política monetaria y fiscal para lograr el pleno empleo; actualmente, esa política es del todo ortodoxa. La teoría económica común nos dice que el tipo de producto y la distribución de éste están determinados por las características fundamentales de producción y de preferencia de la economía. La perspectiva derivada de la interpretación alternativa de Keynes nos permite ir más allá de una política generalizada de pleno empleo y transforma el problema del tipo de empleo y de) modo en que se distribuye el ingreso (para quién) en una decisión de política. Una vez más se ensanchan las dimensiones de la política legítima.

Dentro del argumento de la Teoría general pueden distinguirse diversos hilos. Algunos de ellos llevan de regreso a la teoría clásica anterior » reflejan la imposibilidad de Keynes de escapar por entero de las •“formas habituales de expresión" (TC, p. 11) contra las que prevenía. Otros llevan a un alejamiento real de las viejas ideas. Keynes nunca diferenció de manera clara entre los hilos. Sólo en

una ocasión, su refutación a la reseña del profesor Viner (medular en nuestra argumentación), discutió públicamente la validez de una interpretación de su libro. El análisis de Viner vinculaba la nueva teoría de Keynes con la teoría antigua, y Keynes negó explícitamente la validez de esta interpretación. Keynes hizo caso omiso de otras interpretaciones que volvían la mirada al pasado, o las aceptó casualmente. Como resultado de su negligencia en repudiar la interpretación convencional, que lo vincula con las doctrinas clásicas a las que creía sustituirse, esa interpretación tiene cierta pretensión de legitimidad. Sin embargo, esa tal vez legítima descendencia no heredó aquellos atributos de la Teoría general que reflejaban el éxito de Keynes en escapar de los confines de

la teoría económica ortodoxa, atributos que apuntan hacia una manera alternativa de considerar una economía capitalista avanzada.

Debido a mi énfasis en lo que hay de novedoso en la Teoría general, virtualmente pasaré por alto los extensos trabajos de Keynes como economista anteriores a esa obra. (Sin embargo, al delinear la filosofía social y las implicaciones de política pública de la Teoría general, demostraré que las conclusiones sacadas por Keynes concordaban claramente con los criterios de política pública que él mismo sustentaba en los años veinte.) También dejaré de lado otras dimensiones de su multifacética carrera. Mi enfoque es reducido: se relaciona a la Teoría general como esfuerzo por revolucionar la economía.

Según lo hizo Keynes en la Teoría general, en lo sucesivo hablaré como si estuviéramos ante una economía cerrada. Como es obvio, en las aplicaciones de la teoría —convencional o reinterpretada— debe darse margen a los impactos y las retroalimentaciones internacionales. En particular, en mi reinterpretación de Keynes las relaciones, las perturbaciones y la inestabilidad financieras desempeñan un papel importante en las sucesiones de sucesos de sistemas que caracterizan la trayectoria de la economía. A la luz de

la evidencia de los años Sesenta y principios de los setenta, es claro que en el sistema semiabierto vigente en las economías capitalistas avanzadas, la importancia de las perturbaciones y la inestabilidad financieras es al menos mayor que si cada una de esas economías se considerara por separado. De ese modo, el planteamiento del argumento, que considera a los sistemas financieros como si fueran vinculados a economías cerradas, es cuestión de conveniencia y de necesidad de la exposición. En ese marco se puede presentar la esencia de una interpretación cíclica con inestabilidad financiera de Keynes, y la apertura del campo de interés a un sistema de economías capitalistas abiertas y vinculadas entre sí sólo puede aumentar, no atenuar, la fuerza de ese argumento.

I. LA TEORÍA GENERAL Y SU INTERPRETACIÓN

51 JUNTO con Marx, Darwin, Freud y Einstein, Keynes pertenece al panteón de pensadores originales e influyentes que iniciaron las revoluciones intelectuales modernas, esto se debe a su aportación a la economía, como ciencia y como guía apropiada para una política pública, contenida en la teoría general de la ocupación, el interés y el dinero.

Este volumen se publicó en febrero de 1936, cuando su autor tenía

52 años de edad. Como economista, la primera publicación de Keynes apareció en 1909. Su primer artículo profesional, "Recent Economic Events in India",² trataba del impacto que habían tenido en la India la depresión mundial y las perturbaciones financieras de 1907-1908, con particular énfasis en un fenómeno monetario, el mecanismo de emisión de la rupia. Desde ese primer artículo hasta 1935, Keynes escribió extensamente sobre cuestiones económicas, dirigiéndose tanto a los profesionistas como al público en general, con

especial insistencia en los problemas de economía monetaria; incluso sus importantes aportaciones a la economía internacional abordan en gran parte aspectos financieros y monetarios.

Su obra económica a lo largo de los veinticinco años anteriores a 1935, aunque novedosa en el detalle, con frecuencia sujeta a controversia y típicamente apartada de la sabiduría convencional cuando trataba de política pública, por lo general siguió la corriente principal de la disciplina: sus críticas se manifestaban dentro pero no respecto de la teoría clásica. Para representar sucintamente las serias aportaciones de Keynes a la teoría económica antes de la aparición de la teoría general, puede decirse que le preocupó principalmente precisar más el modo en que funcionaba la teoría clásica del dinero: la teoría cuantitativa.

Los planteamientos fundamentales de la teoría cuantitativa del dinero consisten en que, para posiciones de equilibrio, el dinero es neutro, en el sentido de que los precios relativos, los ingresos y el producto no dependen de la cantidad de dinero; que el nivel general de los precios está determinado por la cantidad de dinero; y que una economía descentralizada es fundamentalmente estable. La actitud de Keynes, previa a la teoría general, consistía en que aquellos planteamientos de la teoría cuantitativa eran válidos en lo básico, pero que la teoría era vaga e imprecisa respecto a los mecanismos y a los procesos mediante los cuales se lograban los resultados a largo plazo, y que debía saberse más sobre el modo en que la economía se comporta entre diferentes posiciones de equilibrio —esto es, en el corto plazo, definido como estados de desequilibrio o transitorios— antes de aceptar la teoría en su conjunto.

La Teoría general representó una abrupta ruptura con esa primera posición sobre la teoría cuantitativa. Keynes atacó con gusto y con obvio deleite las bases lógicas y empíricas de la economía tradicional. Redefinió los problemas de la teoría económica como la

determinación de la demanda agregada, y por tanto del empleo, en el corto plazo, en un marco analítico que explícitamente reconocía referirse a una economía capitalista sujeta a auges y a crisis. Introdujo novedosos instrumentos de análisis, como la función de consumo y la preferencia de liquidez, empleando conceptos, como la incertidumbre, con los que no estaba familiarizada la economía tradicional. Su análisis arrojó el resultado de que el dinero no era neutro. A diferencia de la teoría cuantitativa, su teoría demostraba que las variables reales dependen de manera esencial de las variables monetarias y financieras; que el nivel de precios no depende única, y ni siquiera principalmente, de la cantidad de dinero; y que los procesos de transición son tales que una economía descentralizada, no planificada y capitalista —una economía en que la política económica no interviniera de manera adecuada— no es un sistema autocorregido que tienda hacia un equilibrio estable con pleno empleo. Según el nuevo criterio de Keynes, de lograrse, el pleno empleo mismo sería un estado transitorio.

La Teoría general irrumpió en escena como una bien promovida gran obra, lanzada así tanto por Keynes como por los economistas más jóvenes de Cambridge y de otras partes que lo rodeaban. Keynes escribió a George Bernard Shaw: “Creo estar escribiendo un libro de teoría económica que revolucionará en gran parte. . . el modo de pensar del mundo acerca de los problemas económicos.”³ El libro fue aceptado como tal por muchos colegas de Keynes y muy especialmente por la generación más joven, los entonces neófitos economistas, de ambos lados del Atlántico. Como señaló Paúl M. Sweezy en su obituario de Keynes, la Teoría general produjo un “sentimiento de liberación y de estímulo intelectual. . . entre los maestros y estudiantes más jóvenes de todas las principales universidades británicas y norteamericanas”. Más aún, Keynes “abrió nuevas perspectivas y nuevos caminos a toda una generación de economistas”.⁴

La Teoría general constituyó un éxito inmediato. Sin embargo, incluso desde su publicación se ha venido produciendo un proceso

de disminución y de denigración de la importancia de su aportación, proceso al que han contribuido tanto los partidarios aparentes de las nuevas doctrinas, tal como J. R. Hicks, como sus enemigos declarados, entre ellos J. Viner.

En la actualidad, la opinión predominante entre los economistas profesionales tal vez sea que el modelo propuesto por Keynes es cuando mucho un caso especial interesante y tal vez esporádicamente pertinente y que, en general, Keynes no logró sustituir la antigua economía clásica con una nueva economía keynesiana. Por ejemplo, en la introducción a su exitoso libro de texto, *Macroeconomic Theory*, Gardner Ackley, que primero fue miembro (1962-1964) y luego presidente (1964-1968) del “keynesiano” Consejo de Asesores Económicos del Presidente durante la era Kennedy-Johnson, afirma “que la obra de Keynes representa más una extensión que una revolución de las ideas ‘clásicas’ y que la oleada de trabajos poskeynesianos ha llevado la macroeconomía mucho más allá de la marca más alta alcanzada por la gran aportación del propio Keynes”.⁴

La evaluación que Ackley hace de la aportación de Keynes no es atípica. Muchas apreciaciones actuales dan la impresión de que el entusiasmo con que se acogió la aparición de la Teoría general era un error. En la actualidad, la perspectiva parece ser que lo válido no ¿ra nuevo y que lo nuevo no era válido. Debe haber una mala interpretación del contenido ya sea en la interpretación actual, ejemplificada por Ackley, o bien en la interpretación de la aportación de Keynes. como revolución intelectual, que fue como Sweezy y otros saludaron la obra: no pueden ser válidos, ambos criterios a la vez.

La posición adoptada en este libro consiste en que la evaluación de la Teoría general hecha por Keynes y sus contemporáneos —ejemplificada por Sweezy— calificándola de revolucionaria es correcta; la obra efectivamente contiene las semillas de una profunda revolución intelectual en la economía y en la visión que los

economistas tienen de la sociedad. Sin embargo, esas semillas nunca fructificaron plenamente. La revolución científica en embrión abortó, cuando las ideas del libro fueron interpretadas y analizadas por los académicos, para luego ser aplicadas por esos mismos académicos como guía de una política pública.

Incluso antes de la aparición formal de la Teoría general, sobre la base de las conferencias de Keynes en Cambridge y de las galeras que circularon, los economistas académicos empezaron a vincular lo nuevo con lo viejo, siendo lo viejo en teoría monetaria la teoría cuantitativa del dinero. El resultado del proceso de interpretación fue una casi completa victoria para lo viejo tanto en los círculos académicos como

Ackley, *Macroeconomic Theory*, p. viii.

en los gubernamentales. La síntesis neoclásica predominante, ejemplificada en la obra de economistas norteamericanos contemporáneos como Samuelson, Patinkin, Modigliani y Friedman, es más clásica que keynesiana; es decir, se sostiene la validez general o "en principio" de la teoría cuantitativa del dinero. Con esa victoria de la teoría clásica, la economía académica ha recobrado gran parte de la esterilidad y falta de importancia respecto de la operación de una economía del mundo real que caracterizó a la disciplina antes de la aparición de la Teoría general. Patinkin, uno de los arquitectos del criterio predominante en la actualidad, celebró esa calidad de ajeno de la teoría económica cuando, en la introducción de su influyente y prestigioso libro *Moneda, interés y precios* dijo que:

Los planteamientos de la teoría cuantitativa del dinero se sostienen en condiciones mucho menos restrictivas que aquellas consideradas habitualmente necesarias por sus defensores y, a su vez, por sus críticos. En cambio, los planteamientos de la teoría monetaria keynesiana son mucho menos generales de lo que la teoría monetaria y algunas presentaciones posteriores pudieran hacernos creer.

Lo cual no disminuyó en modo alguno la importancia de la teoría keynesiana del desempleo para la formulación de una política de pleno empleo viable.⁵

El éxito inmediato de la Teoría general en los años treinta puede atribuirse a su pertinencia. A su aparición, el mundo y sobre todo Estados Unidos se hallaban en el séptimo año de una gran depresión. Según las crónicas contemporáneas, esa Gran Depresión fue provocada por el derrumbe de Wall Street en 1929 y reforzada por otros varios traumas y crisis financieros. El hecho culminante fue la quiebra del sistema bancario norteamericano en la primavera de 1933, cuando Franklin Roosevelt sustituía a Herbert Hoover en la presidencia.

Durante los años angustiosos que van de 1929 a la aparición de la Teoría general, los economistas académicos y ortodoxos predominantes tenían poca cosa que ofrecer como sugerencias aceptables para una política pública activa. Los economistas ortodoxos creían en las propiedades de autocorrección del mecanismo de mercado. Así, la ortodoxia predominante sostenía que la recuperación ocurriría a su debido tiempo, a menos que una política inadecuada, que incluyera la intervención fiscal, agravara la situación.

Hubo economistas que, aunque ortodoxos por su teoría, a principios de los treinta ofrecían asesoramiento político que se apartaba de lo convencional. A fines de los años veinte, cuando la Gran Bretaña experimentaba un desempleo crónico, Keynes se alejó de la ortodoxia

' Patinkin. Moer). lateral, ead Frita <n hdepoua» a/ M enriar) aed Volee Thtary. p. xxv. en sus consejos sobre política: en las elecciones generales de 1929 apoyó a Lloyd George en la proposición de ejecutar obras públicas financiadas mediante empréstitos para mitigar el desempleo. Sin embargo, su análisis de los efectos de las obras públicas fue confuso. El suyo es un buen

ejemplo de asesoramiento político adecuado que no se basa sobre un apoyo teórico consistente.

Durante la Gran Depresión, el grupo más importante de economistas académicos que, en Estados Unidos, ofrecían asesoramiento alejado de la norma, gravitaba en torno a la Universidad de Chicago. En plena Gran Depresión, aquellos economistas defendían lo que en la actualidad podría llamarse una política monetaria y fiscal expansionista. Sin embargo, su posición política no se integraba en una formulación teórica del proceso capitalista que explicara el modo en que los fenómenos que debía corregir esa política resultaban de las características del sistema-

En los trabajos de) economista más persuasivo de aquel. grupo, Henry L. Simons de Chicago,⁷ se consideraba que los defectos de la economía norteamericana que habían conducido a la Gran Depresión se debían principalmente a fallas institucionales en el sistema bancario y a errores humanos atribuibles a las autoridades más que a las características esenciales y sistemáticas de una economía capitalista. Como después de ocurrir un derrumbe o una crisis siempre es posible imputar lo malo a algún error humano o a algún defecto institucional, la posición de Simons en esencia es irrefutable. Como resultado de la naturaleza tradicional del modelo teórico desde el que partía Simons, aunque se movieran en la dirección adecuada desde la perspectiva de la teoría keynesiana subsecuente, sus recomendaciones políticas no eran conclusiones derivadas de una formulación analítica integrada y sistemática. Simons y otros economistas como él buscaban las políticas adecuadas más por intuición y por la agudeza de sus observaciones que por su teoría económica. Careciendo de base analítica, la perspectiva de Simons también carecía de capacidad predictiva y los argumentos que daba para las recomendaciones políticas no eran convincentes. Por decirlo así, Simons abordaba los síntomas y no las causas de los que entonces parecían obvios defectos del capitalismo.

Aun cuando Franklin Roosevelt fue un activista, que deseaba hacer algo para reanimar la economía, el primer grupo de asesores económicos que llevó a Washington para fungir como intelectuales residentes se mostraron incapaces de ofrecerle un asesoramiento sistemático y serio sobre el modo de lograrlo. Por influencia suya. Roosevelt em-

* Keynes, "Can Uoyd George Do It?". pp. 86-125.

⁷ Simons, Eanmtic noty fo, a Fnt

prendió una política de chapucear con el precio del oro en dólares en un esfuerzo por elevar los precios, sobre todo los precios de los productos agrícolas. No fue sino unos dos o tres años después, cuando los asesora*, más jóvenes e inicialmente menos influyentes que trabajaban en Washington empezaron, incluso antes de la aparición de la Ti-aria general, a preconizar el uso de poderes fiscales para impulsar la economía. Sin embargo, ese consejo en realidad no tuvo ningún efecto en la política antes del segundo periodo de Roosevelt, además de que, antes de la segunda Guerra Mundial, nunca se superaron los prejuicios contra el gasto y los déficit. Debido a los inconsistentes impulsos políticos durante el primer periodo de Roosevelt y luego de una recuperación inicial de la caída de 1932-1933, la economía se hallaba más deprimida de lo que habría estado ante políticas expansionistas consecuentes. Dado el trauma financiero de 1929-1933, que garantizaba que prevalecerían por algún tiempo patrones de gasto privado estancados y flojos, en el periodo 1933-1939 no sólo se necesitaban políticas "expansionistas" consecuentes sino que ellas habrían sido muy efectivas.'

La principal opción alterna a los economistas tradicionales eran los marxistas. El sentimiento marxista era fuerte entre los estudiantes de pregrado y graduados más jóvenes de Cambridge, Inglaterra, base intelectual de Keynes; al fin y al cabo, la Teoría general fue escrita durante "los treintas rojos". Los marxistas ortodoxos

interpretaban la Gran Depresión como confirmación de la validez del criterio de que el capitalismo es inherentemente inestable. Así, durante los peores días de la depresión, la corriente principal de economistas ortodoxos y los marxistas llegaron a la misma conclusión política: a saber, que en una economía capitalista no había nada efectivo que hacer para contrarrestar las depresiones. Independientemente de que los economistas se llamaran a sí mismos conservadores, liberales o radicales, al parecer durante los años treinta todos llegaron a la misma desconsolada conclusión: con el capitalismo, las depresiones se producían y seguían su curso. El pueblo y la sociedad sólo tenían que adaptarse a épocas difíciles periódicas y recurrentes.

Ideológicamente, Keynes no encajaba ni en el campo marxista ni en el tradicionalista. Como producto de la ilustración eduardiana y miembro fundador del grupo de Bloomsbury, era naturalmente escéptico acerca de una sabiduría convencional y autoritaria. Aun siendo un "hombre de izquierda", según se entiende esa expresión en Europa, tal vez por su dedicación al estudio profesional de la sociedad no comulgó con los bloomsburianos más jóvenes en su tendencia ha-

Galbraith. "How Keynes Came to America" da una izquierda más radical y doctrinaria durante los años treinta. En todo el periodo de entre guerras, aunque formó parte del sistema gubernamental, no figuró en los diversos gobiernos. Mantuvo una posición un tanto independiente y progresista; cualquier afiliación y lealtad partidista que tuvo, lo fueron hacia los liberales. Y la Teoría general surgió tanto de este terreno ideológico intermedio moderadamente de izquierda como de la opinión de que la izquierda tenía las preguntas pero no las respuestas. La obra puede considerarse el fruto de una unión entre la racionalidad perspicaz de un economista profesional y el compromiso de un hombre con el sentimiento de que algo mejor que lo existente es posible y alcanzable a la vez.

En la Teoría general, Keynes ofreció lo que era al mismo tiempo una opción intelectual y de recomendación política a las tristes perspectivas tanto de los tradicionalistas como de los marxistas. Su análisis representó los acontecimientos de 1929 y los posteriores como el resultado de factores sistemáticos más que accidentales. Mudó el foco del análisis económico de los problemas de la asignación de recursos a los de la determinación de la demanda agregada. Su nueva teoría permitió que se introdujeran en el argumento unas variables que podía determinar la política. En particular, definió la demanda agregada de tal modo que la demanda gubernamental y la demanda privada resultaban complementarias cuando había desempleo y sustitutivas en condiciones de pleno empleo. Su sistema ofreció un análisis que racionalizaba la orientación política que recomendaban por instinto los políticos activistas y los intelectuales liberales: es decir, que, en épocas de depresión, las obras públicas —no importa si seleccionadas adecuada o inadecuadamente— pueden conducir al logro del pleno empleo. El instrumento político que su análisis legitimó —llamado en la actualidad política fiscal— mantenía la promesa de que, aunque no evitables, los ciclos económicos eran regulables. Keynes ofreció una opción alterna a la teorización estéril y a las conclusiones pesimistas de los economistas ortodoxos y marxistas a la vez. Puso a la economía “nuevamente en contacto con el mundo real.

Otro factor que condujo a la aceptación inmediata aunque temporal de la Teoría general como revolución intelectual válida fue que, si bien ella representaba una ruptura con la doctrina heredada, en la obra y en la persona de Keynes había una continuidad con el análisis económico tradicional

En Tratado sobre el dinero, su importante publicación económica previa a la Teoría general. Keynes se preocupó sobre todo por determinar el mecanismo dinámico mediante el cual operaba la teoría cuantitati-

va del dinero. El problema que abordó fue definir con precisión el modo en que los cambios en la cantidad de dinero se abrían camino por la economía, de suerte que fueran válidos los teoremas fundamentales de la teoría cuantitativa. La teoría cuantitativa del dinero que había heredado sostenía que, en el largo plazo, el dinero es como un velo neutro que no afecta en lo fundamental las operaciones de la economía; pero, al no ser planteada en términos de procesos de corto plazo, la teoría heredada nunca explicó adecuadamente por qué esto ocurre. El paradigma subyacente a la teoría cuantitativa clásica es una economía de cambio y de producción simples e intemporales, en que las transacciones entre unidades se efectúan por trueque. El dinero es introducido en la teoría clásica como un dispositivo eficiente para eliminar la necesidad de que exista una doble coincidencia de demandas para que se produzca el acto comercial. Esa doble coincidencia es necesaria para que ocurra el trueque en ausencia de intermediarios comerciales especializados que tomen posiciones o mantengan existencias de mercancías. Con un concepto abstracto del dinero, en un modelo en que el tiempo, el equipo duradero y la empresa se introducen de manera artificial, los cambios en la cantidad de dinero sólo afectan los precios; la producción, el empleo y la composición del producto se determinan en el sistema de trueque.

En el tratado sobre el dinero, Keynes trabajó con conceptos de dinero más naturales de lo que admitía la teoría clásica, sosteniendo que el dinero creado por los bancos representaba indirectamente una deuda de las empresas. Como lo propuso Keynes, el mecanismo de corto plazo que transmite los cambios monetarios al nivel de precios sin afectar en lo fundamental las variables reales, opera influyendo primero sobre el financiamiento de la inversión por las empresas. En primera instancia, un incremento en la cantidad de dinero tiende a incrementar la inversión que se financia y por ende la parte de la inversión en la producción. A su vez, esa inversión

incrementada conduce a un exceso de la demanda total por encima de la oferta. Como no puede afectar la producción, ese exceso de demanda afecta el precio. Más aún, una vez que se detiene la expansión monetaria, la inversión vuelve a su relación previa con la producción.

En la Teoría general, Keynes cambia su enfoque desde el modo en que el dinero afecta la parte de la inversión en una producción fija hacia lo que determina en general la demanda agregada y la producción. La cantidad de dinero es tan sólo una de las muchas determinantes de la demanda agregada. A veces, los cambios monetarios pueden no dar lugar a un cambio en la demanda agregada. Hasta que haya pleno empleo, la demanda agregada determina la relación entre recursos empleados y recursos empleables. De ese modo, Keynes amplió la economía monetaria para incluir determinantes fiscales

y de otros tipos de la demanda agregada. Como resultado, la economía monetaria se constituyó en macroeconomía. El enfoque primario cambió de la determinación del nivel de precios a la determinación conjunta de la producción, el empleo y los precios.

Un problema importante al interpretar la naturaleza de la aportación de Keynes consiste en saber si la Teoría general es en esencia un embellecimiento de las ideas contenidas en el Tratado sobre el dinero y otros trabajos sobre la teoría cuantitativa, acaso con un conjunto de definiciones más pintoresco y más adecuado, o si representa una clara ruptura con la doctrina anterior. El criterio que aquí sé sigue es que representa una ruptura con la posición teórica fundamental del Tratado sobre el dinero, aun cuando ambas obras traten de los procesos mediante los cuales se determinan los fenómenos observados: sean los precios, sea la producción.

En el Tratado sobre el dinero, los volúmenes de producción y los niveles de desempleo son determinados en todo momento por factores reales independientes de las influencias monetarias. Se

supone que los mecanismos de mercado de una economía capitalista descentralizada conducirán a lo que puede llamarse pleno empleo, y que las desviaciones del pleno empleo son transitorias e imputables a defectos no esenciales, como una política mal concebida de La Reserva Federal o la existencia de un sistema bancario inestable.

El criterio de la Teoría general es que no existe esa proclividad a lograr y luego sostener el pleno empleo; esto es, que la trayectoria básica de una economía capitalista es cíclica.

El Tratado sobre el dinero descansa en la determinación del comportamiento del sistema mediante un aparato teórico basado sobre las funciones de producción y los sistemas de preferencia simples. En la Teoría general se descarta ese aparato analítico o cuando menos se le sitúa en una posición secundaria.

En la Teoría general, la naturaleza especulativa de la tenencia de activos y de las opciones financieras domina las características de la función de producción en determinar la producción de la inversión. Tema fundamental de la Teoría general es que el proceso de evaluación de activos es una determinante aproximada de la inversión; Keynes dice que, además de tener características de anualidades, los activos también pueden ofrecer protección por ser negociables en caso de ocurrir alguna contingencia desfavorable no asegurable. Lo cual constituye un cambio fundamental de perspectiva y de aparato con respecto a aquellos de la idea neoclásica de la inversión. Ese cambio fue confundido primero y luego pasado por alto en el proceso interpretativo de la teoría. Así, en la bibliografía moderna no es insólita hallar estudios que buscan determinar los parámetros de funciones de inversión presumiblemente keynesianas, en que se usan supuestos de función

de producción para establecer el modelo sometido a análisis econométrico. Por su propia naturaleza y basados como lo están

sobre premisas erróneas, esos estudios no pueden determinar relaciones de inversión pertinentes. Como muchas cosas ocurren al mismo tiempo y los econométristas son expertos en sobar datos, incluso esos estudios concebidos de manera deficiente pueden satisfacer meramente pruebas estadísticas de adecuación.

A lo largo de todo el Tratado sobre el dinero, Keynes se muestra consciente de las complejas observaciones que debe explicar la teoría monetaria. Tiene conciencia de que es necesario sustituir las relaciones mecánicas de la teoría cuantitativa por un análisis de decisiones de mercado, encadenamientos y canales mercantiles que rastrean lo que se observa. Y si bien mantiene el marco intelectual basado sobre el supuesto del trueque, en el Tratado sobre el dinero el intento de elucidar el proceso de determinación del nivel de precios condujo a Keynes, -como había conducido a D. H. Robertson en La política bancaria y el nivel de precios,¹⁰ a una compleja taxonomía que implicaba múltiples variables, una excelente serie de definiciones y sutiles distinciones entre variantes de los conceptos más importantes.

En la línea general, Keynes rompió la dependencia de la teoría monetaria de la teoría de precios clásica: los fenómenos monetarios surgieron como factor pleno y no marginal en la determinación del comportamiento del sistema. Lo cual le permitió vincular diferentes observaciones sobre el comportamiento de una economía capitalista compleja de una manera más clara y más concisa: los ciclos económicos dejaron de ser anomalías no explicadas por la teoría. Una vez hecho ese cambio de perspectiva acerca de la significación del dinero, muchas de las sutiles distinciones salieron sobrando. En vez de preocuparse por las muchas trayectorias posibles del sistema, el economista sólo tuvo que tomar en cuenta unos cuantos estados sistemáticos, con cada estado generando una serie temporal característica.

El Tratado sobre el dinero y la Teoría general se traslapan, pues ambos son intentos por explicar en gran parte la misma serie de

observaciones. Por consiguiente, no debe sorprendernos que muchos pasajes del Tratado sobre el dinero se interpreten como heraldos de la Teoría general. Sin embargo, no debe permitirse que esos presagios oscurezcan la drástica ruptura en conceptos y en ideas que ésta implica.

Aunque se interese en las implicaciones de trato institucional y sea muy claramente adecuada sólo para una economía capitalista financieramente compleja, la Teoría general no contiene ninguna descripción detallada de las instituciones bancarias y financieras. Esos detalles están contenidos en el Tratado sobre el dinero. Al decidir, de ser posible.

Rohkisson, Muy andicht Priet Lfxvi el modo en que han de "sintetizarse" esas dos obras tan importantes, es necesario reconocer que el análisis institucional del Tratado sobre el dinero sirvió para plantear los problemas de finanzas en un entorno capitalista y así establecer los antecedentes para los argumentos y el marco teórico de la Teoría general. Mezclar así el análisis institucional del Tratado sobre el dinero con la teorización de la Teoría general parece ser una manera apropiada de integrar las dos obras

Aun si los principales teóricos económicos de hoy día han abandonado el análisis puramente keynesiano, el mensaje político fundamental de Keynes —que las crisis son innecesarias y representan una pérdida de recursos humanos y no humanos— se ha constituido en un axioma político básico que guía la política económica. Pese a que los actuales economistas de la corriente principal difieren en cuanto a la mezcla de instrumentos políticos que recomiendan y usan. distintas definiciones del pleno empleo, existe un planteamiento fundamental común con respecto a la política económica: se afirma que la mezcla adecuada de una serie limitada de instrumentos políticos asegura la consecución del pleno empleo o de una cercana aproximación a él.

Sin embargo, esta victoria por los objetivos políticos y la posición política activista de Keynes oscurece el hecho de que en su análisis existe implícitamente la idea de que una economía capitalista es fundamentalmente imperfecta. Esa imperfección existe porque el sistema financiero necesario para la vitalidad y el vigor capitalistas —que transforma las tendencias básicas de los empresarios en demanda efectiva de inversión— contiene en potencia una expansión desbocada, movida por un auge en la inversión. Esa expansión desenfrenada se detiene porque los cambios financieros acumulados hacen frágil el sistema financiero, de suerte que unos cambios no inhabituales pueden ocasionar graves dificultades financieras. Como Keynes llegó a sus ideas sobre el modo de una economía capitalista examinando problemas de toma de decisiones en condiciones de incertidumbre irremediable, en su sistema la estabilidad —aun si es el resultado de una política— es desestabilizadora. Incluso cuando la política logra eliminar la pérdida que deriva de las grandes depresiones, los atributos financieros fundamentales del capitalismo significan que sobrevendrán dificultades periódicas en la tarea de restringir y luego sostener la demanda. Una solución a los problemas derivados de esa inestabilidad fundamental que es explícita en la obra de Keynes consiste en desplazar el peso de la demanda gubernamental y privada hacia los sectores públicos, para reducir el potencial nocivo de la inestabilidad de los mercados financieros y de la inversión privada.

Por tanto, la gran aportación de Keynes dio lugar a una revolución incompleta o abortada en el pensamiento económico. Su proclamado replanteamiento radical de la teoría económica fue una respuesta a la

imposibilidad de la teoría clásica de ofrecer una explicación coherente y consistente de lo que era, cuándo él escribía, un atributo virtualmente auto-evidente del capitalismo: la tendencia a generar estancamiento y depresiones profundas acompañadas de derrumbe financiero. Su teoría no sólo explicaba el estancamiento y

el auge, la depresión y los fenómenos financieros de una manera integral —haciendo de la anomalía en la teoría ortodoxa lo habitual en la teoría keynesiana—■ sino que también conducía a una serie de propuestas políticas para contrarrestar las consecuencias de la depresión y el derrumbe financiero. Además, aunque Keynes prefería un capitalismo reformado a la opción de un socialismo total, su análisis contenía una severa crítica al capitalismo. A ojos del propio Keynes, su teoría implicaba que el orden existente debía sustituirse con una economía mucho más igualitaria, basada en el predominio de la regulación social sobre la inversión. Como las decisiones privadas de inversión orientadas hacia la ganancia no pueden garantizar una aproximación razonable al pleno empleo, resultará necesaria “una socialización bastante completa de las inversiones” (77?, pp. 332-333).

Se pueden sugerir diversas causas de que abortara la revolución keynesiana. Como muchas otras obras precursoras y originales, la Teoría general es un planteamiento sumamente burdo. Gran parte de la vieja teoría aún está en ella y buena parte de la nueva se plantea de manera imprecisa y se explica deficientemente. En el Prefacio, Keynes decía que: “la redacción de este libro ha sido, para el autor, una prolongada lucha en la que trató de escapar a las formas habituales de expresión” (77?, p. 11); sin embargo, su escapatoria de lo antiguo no fue completa. Reconocía que las viejas ideas se ramificaban “hasta el último pliegue del entendimiento” (77?, p. 11). Como resultado, en diversos momentos críticos y sobre todo en algunos de los pasajes que trataban de la inversión, las tasas de interés y la evaluación de activos, el autor hizo muchas concesiones a la escuela clásica. Así, al interpretar la Teoría general con objeto de determinar lo vital y lo no esencial para la revisión radical que Keynes creía estar formulando, es necesario, por una parte, mandar las concesiones hechas a lo antiguo —concesiones que fueron o bien descuidos, debidos a la influencia de lo antiguo en los procesos de pensamiento de Keynes, o bien hechos conscientemente oportunistas, debidos al deseo de Keynes de acelerar la adopción de una política adecuada, si no es que de

un análisis correcto— y, por la otra, ampliar, completar y deducir otras inferencias a partir de los elementos innovadores.

Otra de las razones de que abortara su revolución quizás sea que Keynes apenas participó en el debate interpretativo subsecuente, debate que ha proseguido hasta la actualidad. La mayoría de las revoluciones intelectuales son hechas por jóvenes: Marx, Darwin, Freud y

Einstein son ejemplos de líderes de revoluciones intelectuales que recorrieron un largo camino luego de proponer su nueva idea. Todos participaron plenamente en la transición del burdo original al planteamiento mejorado, más elegante y pulido de la nueva teoría. Estaban allí para señalar que tal o cual interpretación no había captado algo correctamente, que alguna pizca de prueba en particular demostraba exactamente lo que ellos querían decir, y que los nuevos conceptos tenían mayores implicaciones de las que se reconocían en el planteamiento inicial.

Keynes vivió diez años después de la aparición de la Teoría general', pero no fue ésa una década de tranquilidad y de búsqueda científica. Durante el primer año posterior a la aparición de la Teoría general, Keynes hizo algo de explicación, esclarecimiento y refutación. La réplica a la reseña de Viner,¹¹ un ensayo sobre las tasas de interés aparecido en un volumen dedicado a Irving Fisher¹² y una respuesta a Ohlin en el *Economic Journal*¹³ son tres importantes intentos de explicación y esclarecimiento por parte de Keynes después de la aparición de la Teoría general.

A la luz de estos trozos keynesianos posteriores a la Teoría general, es difícil entender cómo la interpretación y la formalización convencionales, que en la tradición principal partieron del artículo de J. R. Hicks, "Mr. Keynes and the 'Classics' ",¹⁴ se constituyeron en la interpretación aceptada de la preferencia por la liquidez como equivalente de una velocidad variable en la teoría cuantitativa. La explicación tal vez radique en la manera en que Hicks formalizó y

simplificó el modelo. Hicks dio a la disciplina económica una exposición simple y clara, usando diagramas equivalentes a los ya conocidos desde el análisis de la oferta y la demanda. En su refutación a Viner y sin valerse ni de diagramas ni del álgebra, Keynes estableció de manera clara y sucinta un modelo de evaluación de activos en condiciones de incertidumbre que era a la vez extraño a la profesión y más difícil para sus colegas que el sencillo constructo de Hicks. Al presentar la sustancia fundamental de la Teoría general, se debería dar un peso importante a los trabajos de Keynes posteriores a ella, concebidos para esclarecer su estructura lógica, su contenido y sus implicaciones.

La participación de Keynes en los aspectos puramente científicos

¹¹ Keynes, "The General Theory of Employment", pp. 209-223. Las únicas reseñas a las que respondió fueron las del Quarterly Journal of Economics de noviembre de 1936; su refutación se concentraba en la largísima reseña de Viner, a la que Keynes llamó "el más importante de los cuatro cutientos", haciendo sólo acotaciones de paso, corteses o cáusticas, sobre las reseñas de Leontief, Tausig y D. H. Robertson.

¹² Keynes, "The Theory of the Rate of Interest", pp. 418-424.

¹³ Keynes, "Alternative Theories of the Rate of Interest", pp. 241-252.

¹⁴ Hicks, "Mr, Keynes and the 'Classics'", pp. 147-159.

de la Revolución Keynesiana terminó con el ataque cardíaco que sufrió a principios de 1937, poco después de aparecer la Teoría general. Keynes, a decir verdad, no se reintegró plenamente a sus actividades sino cuando ya estaba en marcha la segunda Guerra Mundial. Su ataque cardíaco y la guerra significaron que él nunca participó por completo en el repujado de una versión acabada de la

doctrina keynesiana, a partir del burdo planteamiento contenido en la Teoría general.

El estallido de la segunda Guerra Mundial significó que Keynes pronto fue ocultado como eminencia gris y moscardón gubernamental. En el gobierno, el análisis teórico del gasto y del uso de recursos desarrollado en la Teoría general, para situaciones en que la demanda agregada estaba en relación variable a los recursos disponibles, se transformó en instrumento para la planeación del uso global de recursos en una economía de guerra. Si aquellas ideas habían de aplicarse en el contexto de una gran guerra, se necesitaba una nueva formulación de las ideas keynesianas para un régimen con escasez de recursos en vez de demanda agregada insuficiente. La determinación de una adecuada inversión privada y del modo en que las decisiones privadas sobre inversión se vinculan con las variables monetaria, financiera y de expectativa no viene al caso en una economía de tiempos de guerra, cuando las regulaciones directas restringen la inversión privada y el gobierno asegura el financiamiento de las actividades permitidas. Naturalmente, uno de los usos de la formulación keynesiana en un marco bélico se enfocó hacia el modo de reducir el consumo con el objeto de liberar recursos para fines bélicos. Así, el énfasis en la función de consumo como elemento crítico más que pasivo en la teoría keynesiana fue un resultado natural de la aplicación de la teoría a los problemas económicos que presentaba la guerra.

Puesto que, como el socialismo, la guerra se enfoca hacia la asignación de recursos escasos, y siendo ésta una situación económica en que la economía neoclásica se encuentra en su elemento, las aplicaciones bélicas iniciales de la economía keynesiana se enfocaron de manera muy natural hacia aquellos aspectos de la teoría que tenían más en común con la economía clásica. El modo cuantitativo de análisis económico en términos de agregados de flujo (ingreso), que tuvo éxito en la planeación global de la guerra, surgió en el periodo de posguerra como pronóstico

econométrico. Pese a veinticinco años de experiencias posbélicas con modelos de pronóstico econométrico, las teorías del dinero, de las finanzas y de la inversión enclavadas en ellos son más pertinentes para una economía que opera con restricciones derivadas de recursos reales, en ausencia de limitaciones y de incentivos financieros, que para una economía en que la demanda determina el nivel de utilización de diversos recursos y en que las consideraciones financieras afectan de manera vital la demanda.

Tanto en Gran Bretaña como en Estados Unidos, el financiamiento en tiempos de guerra produjo un gran aumento en la posesión de obligaciones gubernamentales y bancarias por parte de unidades familiares, empresas e instituciones financieras no bancarias. Como resultado, el frágil sistema financiero de los años treinta fue sustituido por un sistema financiero sólido en las primeras décadas de la posguerra. Los problemas económicos a que se enfrentó el mundo durante ellas no eran del tipo considerado por Keynes en la Teoría general, y el dinero y las finanzas no operaron como determinantes vitales de la demanda agregada real en esas décadas.

Al correr de los años sesenta, destacados economistas —sobre todo aquellos vinculados a la formulación de políticas gubernamentales— que en su propio espíritu eran discípulos de Keynes, anunciaban que los ciclos económicos endógenos y las crisis financieras internas eran cosa del pasado, puesto que se habían descubierto los secretos de la política económica. Las observaciones que constituían anomalías desde la perspectiva de la teoría convencional previa a la Teoría general —las anomalías que dieron lugar a la crisis intelectual en la cual surgió la Teoría general— no se repitieron en los treinta años siguientes a la aparición de ésta. En toda la historia de Estados Unidos, desde los días de Washington hasta los de Franklin D. Roosevelt, no se puede encontrar ningún lapso de treinta años sin depresiones graves y traumas financieros perturbadores. La primera perturbación financiera importante en Estados Unidos después de la segunda Guerra Mundial ocurrió en

el otoño de 1966, más de treinta y tres años después de la toma de posesión de Roosevelt.

La economía y otras ciencias, cuyos datos son generados por la historia, difieren de las ciencias naturales experimentales respecto de las observaciones anómalas. En ciencias naturales, un experimento que, una vez hecho, haya conducido a una observación difícil de explicar por parte de la teoría clásica, siempre estará presente en lo sucesivo. Cualquier especialista competente podrá duplicar esa observación. En economía, si la historia de un periodo de treinta años no arroja observaciones por lo menos de cierto parecido con un pánico financiero o una depresión profunda, se pueden proponer argumentos que ganen aceptación en el sentido de que esas anomalías eran mitos, errores humanos (de política) o defectos institucionales transitorios que ya se han corregido. Esto es, surge la idea de que el problema perturbador que creó la necesidad de una nueva teoría "nunca" se produjo en realidad. Así, a una teoría económica basada en un ciclo económico asociado a un criterio de inestabilidad financiera respecto-al modo en que opera la economía, se puede sustituir una teoría vinculada a una perspectiva de equilibrio y de crecimiento continuo, por no "oderse hacer las observaciones pertinentes que comprueben la

inestabilidad financiera cíclica. Eso fue lo que ocurrió cuando los años cuarenta, cincuenta y sesenta hilaron sus cuentos de guerra y de aparente éxito económico, éxito logrado con ayuda de una política monetaria y fiscal al parecer adecuada.

Una razón más de que haya abortado la Revolución Keynesiana y que en la actualidad no contemos con una teoría keynesiana cabal formulada con propiedad es que, luego de asimilar unas cuantas frases y unas pocas relaciones keynesianas, la vieja teoría clásica logró lo que se consideraron adelantos científicos reales. Aun cuando los economistas con frecuencia se hayan expresado como si la doctrina del *lasssez faire*. acerca del bienestar común proporcionado como por una mano invisible por un régimen de

mercados competitivos libres, estuviera firmemente establecida, fue sólo a partir de la segunda Guerra Mundial cuando los economistas matemáticos lograron obtener elegantes pruebas formales de la validez de ese planteamiento en una economía de mercado, aunque bajo supuestos tan restrictivos que ponen en duda la pertinencia práctica de la teoría. De ese modo se consideró que la supuesta validación de la doctrina del *laissez faire* significaba que si la teoría monetaria —o agregada— podía, por decirlo así, desarrollarse a cuestras de la teoría matemática de equilibrio general, entonces el comportamiento de un sistema basado sobre el dinero también podía tener óptimas propiedades.

Pero sucede que los logros de la teoría pura durante los años cincuenta y sesenta son más aparentes que reales, si se consideran los problemas de una economía capitalista financieramente compleja. Hasta ahora no se ha demostrado que ninguno de los teoremas importantes lleve a un régimen en que existan el tiempo y por tanto la incertidumbre, y en que el dinero y las finanzas se definan significativamente en términos de la necesidad de financiar posiciones en situación de riqueza e inversión reales.⁵ Así, la búsqueda puramente intelectual de una concordancia entre lo que se ha considerado una microeconomía elegante y científicamente válida y una macroeconomía probablemente cruda ha resultado ser una búsqueda en falso: la microeconomía cuando menos vs tan cruda como la macroeconomía. El éxito de cada cual depende de lograr abstracciones significativas, pero ni la una ni la otra pueden explicar la entera realidad económica de una manera consistente.

Para terminar, la Revolución Keynesiana tal vez haya abortado porque la interpretación neoclásica convencional condujo a una posición política que fue adecuada para la época. Dado el recuerdo cercano de la Gran Depresión en la época inmediatamente posterior a la segunda Guerra Mundial, todo lo que la política económica tenía

que prometer en realidad era que no volvería a producirse la Gran Depresión. Las simples reglas de política fiscal, que adoptaron la forma de contratos gubernamentales y de reducciones de impuestos para apoyar la redituabilidad de los activos fijos, lograron guiar la política de modo que, a decir verdad, se logró y se sostuvo una cercana aproximación al pleno empleo. La interpretación convencional lleva a la conclusión conservadora de que, en las instituciones del capitalismo, sólo se necesitan cambios menores para asegurar que no sobrevenga una crisis y que las depresiones sean moderadas. No se plantearon los problemas de saber si podía sostenerse el éxito de la política convencional ni las preguntas de "para quién" o de "qué tipo", como tampoco las interrogantes sobre la naturaleza del pleno empleo. La Revolución Keynesiana puede haber abortado porque las lecciones aprendidas de la interpretación convencional no sólo no exigían un radical replanteamiento de la sociedad sino que también bastaban para cumplir con los criterios de realización poco exigentes que a la sazón prevalecían.

Al surgir la economía de los setenta, parece como si volvieran a presentarse los fenómenos económicos de los años veinte y treinta. Ocurren tanto situaciones de inestabilidad y crisis financieras, que ahora se llaman quebrantos y aprietos, como periodos de estancamiento relativo. La inflación parece ser un padecimiento crónico, incluso de las economías evolucionadas. El mundo avanza ahora por caminos que se pueden considerar anómalos desde el punto de vista de la teoría convencional vigente. En esas condiciones, una vez "más parece atractivo un replanteamiento radical de la teoría económica, como el que intentó Keynes. Parece disolverse la síntesis de formulaciones clásicas y de constructos keynesianos que la profesora Joan Robinson ha denominado keynesianismo bastardo. A la luz de esos acontecimientos, al parecer vale la pena extraer de la obra de Keynes los elementos que señalan hacia un replanteamiento radical de la teoría económica y determinar si esos elementos pueden servir de punto de partida para un nuevo intento de lograr una opción alternativa a la teoría convencional.

En las páginas siguientes:

- 1) haremos una exposición de la doctrina keynesiana aceptada, o convencional, que concluye con la síntesis neoclásica;
- 2) derivaremos una interpretación alternativa de Keynes, construida sobre aquellos aspectos de la Teoría general que peinen énfasis en la inversión en un mundo donde los ciclos económicos existen y producen incertidumbre. Lo cual conduce a una imagen del modo de operar del mundo enteramente distinta de la que formula la teoría convencional vigente;
- 3) examinaremos las implicaciones políticas y filosóficas de la interpretación alternativa de Keynes.

[1](#)

Las citas en español y las referencias a páginas corresponden a: John Maynard Keynes, Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero, Fondo de Cultura Económica, 'México, 196'5.

[2](#)

Economía Journal, marzo de 1909.

[3](#)

Harrod, The Life of John Maynard Keynes, p. 642.

[4](#)

Sweezy, "John Maynard Keynes", p. 301.

[5](#)

Hahn, On the Notion of Equilibrium in Economics.

II. LA SABIDURÍA CONVENCIONAL: LA INTERPRETACIÓN CLÁSICA DE KEYNES

Introducción

A fin de precisar el modo en que no se cumplió la promesa hecha por la Teoría general en el sentido de cambiar radicalmente la teoría económica, necesitamos identificar tanto aquellos de sus conceptos que en la actualidad forman parte de la corriente principal de la macroeconomía como aquellos que no la forman. Debemos dejar en claro cómo las ideas olvidadas de Keynes nos indican criterios acerca del comportamiento de la economía y las posibilidades y limitaciones de la política económica que son enteramente distintos de la macroeconomía convencional vigente. Lo cual significa que tendremos que afinar algunas de las burdas presentaciones y llenar ciertas lagunas del argumento de la Teoría general. Es necesario hacerlo, dado que las ideas pasadas por alto ni se precisaron ni se discutieron cabalmente en los debates académicos, como lo fueron las formulaciones integradas en la corriente principal de la macroeconomía. Sin embargo, antes de abordar la presentación de una interpretación alternativa de la Teoría general, nos es preciso revisar las interpretaciones convencionales vigentes de la obra de Keynes, para dejar en claro aquello en lo que difieren.

Tres series de modelos macroeconómicos basados en una selección de ideas tomadas de la Teoría general se han forjado en las fraguas de la discusión académica. Una de ellas se basa sobre la función de consumo, con exclusión de casi todo el resto de la Teoría general. La segunda consiste de modelos que formalizan la exigencia de satisfacción simultánea de las condiciones de equilibrio de los mercados de mercancías y de dinero. A su vez, el segundo conjunto se transforma en una tercera serie de modelos que ge

valen de la función de producción y de un concepto simplista del sistema de preferencias para derivar condiciones de equilibrio en el mercado del trabajo, junto con las condiciones de equilibrio de los mercados de mercancías y de dinero de la segunda serie de modelos.

En la tercera serie de modelos se puede presentar cierta inconsistencia en las condiciones de equilibrio de los diversos conjuntos de mercados. En principio, esas inconsistencias se pueden resolver de varios modos. De acuerdo con la solución particular que ha predominado en las obras especializadas, se introducen en la función de consumo-

SO mo los activos monetarios y financieros, lo cual lleva a un modelo "neoclásico" donde predomina el equilibrio del mercado de trabajo en la determinación teórica del equilibrio del sistema. Esa identificación fina) del sistema keynesiano convencional —en que el equilibrio del mercado de trabajo sienta la base para otros mercados — no sólo viola por completo el espíritu de la teoría general sino que también hace retroceder el argumento al mundo de la "economía clásica".

La introducción de las variables monetaria y financiera como parámetros determinados de manera endógena, que cambian o sitúan las relaciones en un modelo basado sobre elementos y constructos introducido por Keynes, es el elemento clave en la formulación de la síntesis neoclásica. Hasta la introducción de esas reacciones financieras, los diversos modelos basados sobre conceptos derivados de la teoría general indicaban que una economía capitalista no planificada era defectuosa en cuanto a que sus procesos endógenos no necesariamente conducían a un equilibrio con pleno empleo. La introducción de esas variables financieras en la función de consumo dio lugar a un modelo sin aquel defecto en principio, aunque muchos sostengan que el mecanismo de la variable financiera es demasiado lento y demasiado débil como para que sirva para fines de una política

práctica. A la luz de esos modelos, si a pesar de todo, en cuanto a sus atributos de demanda y de empleo, el capitalismo sigue siendo defectuoso, la explicación debe encontrarse en alguna parte fuera de las relaciones consideradas en esos modelos. Y esto llega a ser la base de los criterios según los cuales la falla evidente del capitalismo con respecto a la consecución y el mantenimiento del pleno empleo obedece, ya a rigideces —como la rigidez de salarios que impide operar a los procesos del mercado— ya a defectos institucionales no básicos —como las imperfecciones del sistema bancario o el fracaso en la administración de los sistemas monetarios que rompen el equilibrio del sistema y contra, prestan las operaciones de) proceso equilibrador. De lo cual se siguió también que la conducción adecuada de la política económica o bien algunos cambios institucionales menores pueden superar las rigide- --3 y evitar las rupturas, eliminando así las J.tilas. Esos modelos se vuelven la base razonada por un enfoque activo y dirigido de política económica en una economía capitalista, así como por el criterio de que no se necesitan reformas fundamentales.

Los modelos, de función de consumo, primera serie de modelos que examinaremos, pasan por alto los fenómenos monetarios. Tampoco conducen a modelos que puedan explorar bien a bien el impacto del financiamiento gubernamental mediante deuda pública de una parte de su gasto. Por otro lado, de esos modelos se pueden derivar teoremas de presupuesto equilibrado y arrastre fiscal. Más aún, la función de consumo se acopia fácilmente a formulaciones de acelerador o coe-furiante de capital del comportamiento de la inversión. De esas uniones derivan tanto modelos de ciclo económico de multiplicador-acelerador mecánico como modelos de crecimiento de coeficiente de capital. Además de su papel en la construcción de esos modelos dinámicos, la función de consumo ofrece la base intelectual para la mayoría de los modelos econométricos estructurales a gran escala, desarrollados con propósitos de predicción. En gran parte de la discusión política en boga llamada keynesiana predominan los modelos basados en la función de consumo, con virtual exclusión de los modelos

más complejos que dan cabida a interacciones monetarias y de inversión.

Keynes fue casi exclusivamente un economista monetario. La segunda serie de modelos cuya ascendencia puede seguirse hasta la teoría general consiste de diversos modelos en los que, a la función de consumo (ahorro), se agregan relaciones de inversión y de cartera. Su formulación común es resultado de un modelo desarrollado por J. R-Hicks,¹ en un esfuerzo por explicar las conexiones que ¿1 veía entre la "línea" general y los llamados clásicos: las ideas y las teorías contenidas en la obra de Marshall, de sus predecesores y de sus seguidores. El modelo desarrollado por Hicks introduce explícitamente la oferta y la demanda monetaria en el sistema de determinación del ingreso. Ese marco (llamado habitualmente marco IS LM) fue la base para el trabajo del profesor Alvin Hansen, que detalló recomendaciones políticas para los Estados Unidos en los periodos inmediatamente anterior y posterior a la segunda Guerra Mundial, como resultado, es frecuente llamar a ese enfoque modelo de Hicks-Hansen.²

La adición de un mercado de trabajo agregado a los mercados de mercancías y de dinero del marco de Hicks Hansen nos permite hacer explícito el modelo clásico, donde predomina el mercado de trabajo. Ese modelo también nos permite demostrar que es posible un equilibrio dinámico con menos que pleno empleo, pues el impacto de la oferta excesiva en el mercado de trabajo puede resultar ineficiente en el aumento de la demanda agregada. Otra modificación del modelo de Hicks-Hansen introduce la variable de riqueza y la variable monetaria en la relación de consumo. Vinculada sobre todo a la obra de Patinkin,³ esa modificación lleva a un modelo en que se da validez condicional al planteamiento de que el dinero es neutro, en el sentido de que los valores de equilibrio de todas las variables económicas, a excepción del nivel de precios, son independientes de la oferta monetaria. Las condiciones necesarias significativas para que así ocurra consisten en que la oferta monetaria sea de naturaleza exterior — como deuda pública o

efectivo— y que, si en el mercado de trabajo hay exceso de oferta, ésta dé lugar a una reducción de los salarios y los precios nominales.

Una vez demostrada la validez en principio de la neutralidad del dinero, la teoría macroeconómica ha descrito un ciclo completo—pues ¿este es el teorema clave de la teoría cuantitativa clásica. En su reseña de la *Harvard Review*, W. W. Leonúef decía que un supuesto fundamental de la teoría de equilibrio general es que “si los precios se consideran como variables independientes y la cantidad como variable de pendiente, todas las funciones de oferta y demanda son funciones homogéneas del grado cero”. En una breve refutación, Keynes niega explícitamente la validez de ese postulado de la homogeneidad, con base en que “por experiencia, hay abundante evidencia que contradice ese postulado; y que, en todo caso, corresponde a quienes hacen algún supuesto sumamente especial para justificarlo, en vez de quienes prescinden de hacerlo, dar pruebas de una negativa general”. Más aún, Keynes afirma que el postulado según el cual las funciones de demanda son homogéneas de grado cero “entra en el esquema teórico ortodoxo... en conexión con el papel desempeñado por la cantidad de dinero en la determinación de la tasa de interés”.— Esto es, en el esquema de Keynes la tasa de interés no es homogénea de grado cero con respecto a la cantidad de dinero; en el esquema ortodoxo, ese supuesto básico es determinante para el argumento.

De ese modo, la teoría cuantitativa del dinero, a la que Keynes se propuso dejar de un lado, al parecer ha arrasado el campo, cuando menos en el plano de la teoría académica, asimilando las que se consideran ideas especiales de Keynes. Durante un breve periodo, a fines de los sesenta y principios de los setenta y so capa de doctrinas del monetarismo, resurgió una versión ingenua de la teoría de la cantidad como guía de política económica.

En este capítulo presentamos tanto los diversos modelos keynesianos ortodoxos como el modelo neoclásico esencial. En los

capítulos subsecuentes desprenderemos de la teoría general y de las explicaciones posteriores a ella dadas por Keynes las ideas pasadas por alto en el desarrollo de la tradición principal. Combinadas con algunos otros elementos usados en los modelos convencionales, esas partes relegadas conducen a una interpretación alternativa y radicalmente distinta de la Teoría general

* Leontief, "The Fundamental Assumption of Mr Keynes' Theory of Unemployment", p 19'3

⁵ Keynes, "The General Theory of Employment". p 209. en lo sucesivo citado en el texto como QJE

Modelos de función de consumo

En la Teoría general, el constructo de función de consumo se usa con el propósito de identificar el componente pasivo, o determinado, de la demanda agregada: la función de consumo en ningún sentido es "el meollo de la macroeconomía moderna",⁶ cuando a ésta se le identifica con Keynes. De necesitarse una analogía anatómica, en opinión de Keynes ella constituye el esqueleto pasivo de la macroeconomía, que sin embargo condiciona las respuestas del sistema a los estímulos.

La naturaleza pasiva de los gastos de consumo presenta dos aspectos. Para las clases trabajadoras, carentes de recursos financieros, es necesaria la recepción previa, simultánea o garantizada de ingresos por salarios o pagos de transferencia, para que se produzcan gastos de consumo. Para las clases poseedores de propiedades y con recursos financieros, la ideología de mantener intacto el capital suele hacer que el gasto de consumo dependa más de los ingresos netos que de los brutos. De ese modo, puesto que se supone inicialmente que los gastos de consumo no dependen del financiamiento externo en ninguna medida importante, ellos no dejan un residuo financiero en forma de contratos que impliquen compromisos de pago.

La validez de ese concepto de consumo se atenúa con el cambio de instituciones y de usos. Así, que las consideraciones financieras afecten o no el consumo y la medida en que lo hagan cambian con el tiempo. El surgimiento de acuerdos sobre financiamiento del consumo —primero en los años veinte y nuevamente después de la segunda Guerra Mundial— ha debilitado la conexión entre los ingresos de los trabajadores y el gasto familiar. La expansión de sistemas de asistencia social y de pagos de transferencia también ha atenuado la relación entre el empleo y el gasto de consumo. Más aún, considerando los hechos acerca de la distribución del ingreso en una economía capitalista como la de Estados Unidos, una parte muy sustancial (una estimación modesta podría ser 20%) de los gastos de consumo totales corresponde al 5% superior de la población en la distribución del ingreso. Ese 5% de la población posee recursos financieros y se ve afectado por la valuación que el mercado de valores atribuye a la existencia de activo fijo. De ese modo, la dependencia del gasto de consumo respecto del ingreso a muy corto plazo del empleo —que fue y sigue siendo una primera aproximación válida para usarse en la construcción teórica— representa un supuesto empírico menos válido para Estados Unidos en los años setenta de lo que fue para Gran Bretaña y el propio Estados Unidos treinta años antes.

Un tema muy importante en teoría económica es que el crecimiento

Ackley, *Macroeconomic Theory*, p. viü. económico exige acumulación y que la prosperidad relativa de distintos países depende de los resultados de acumulaciones pasadas disponibles para su uso en la producción. A su vez, la acumulación depende de la existencia de un excedente, es decir, de una diferencia positiva entre la producción y la suma del consumo en el periodo corriente y el consumo de capital. Para Marx, la imposibilidad de los trabajadores de recomprar lo que habían producido era lo que daba paso al excedente. Para Keynes, la ley psicológica fundamental que guía el consumo determina el modo en que se comporta el excedente a medida que combina otras variables, sobre

todo el ingreso. Aunque en la Teoría general se haga alusión a las ideas de clase respecto al consumo y pese a que los ingresos de clase afecten la propensión al ahorro en la obra de los economistas keynesianos, como N. Kaldor y J. Robinson, por lo general en la literatura keynesiana principal la ley de la determinación del excedente (esto es, la función de consumo) considera el ingreso como algo homogéneo en la determinación del comportamiento del consumo.

La pretensión de que “la función de consumo es el meollo de la macroeconomía” posee cierto grado de plausibilidad en la medida en que la investigación econométrica ha logrado cierto éxito en la estimación de funciones de consumo empíricas. A su vez, esas funciones de consumo estimadas sirven como base de modelos orientados hacia la previsión e incluso la regulación económica. Las funciones de consumo estimadas están en el centro de toda una generación de modelos econométricos orientados hacia la política. Sin embargo, esa misma docilidad al análisis econométrico es evidencia de que el consumo se comporta como la parte de reactor pasivo predecible del gasto endógeno total. Siendo más simples, las leyes que guían al reactor pasivo son más fáciles de descubrir que las leyes que rigen las fuerzas motrices activas en la determinación del ingreso.

La idea de que el consumo es una función del ingreso determinada, básicamente independiente de las influencias monetarias y financieras, lleva a un modelo simple que se ha constituido en el “primer” ejercicio de la teoría de determinación del ingreso en la mayoría de los libros de texto. No obstante, como a su vez el consumo puede dividirse en varios tipos de bienes duraderos, no duraderos, automóviles, servicios, viviendas, etc., el modelo simple puede hacerse tan “complejo” como lo desee un analista, sin ningún aumento importante en términos de complejidad conceptual. Como parte de los modelos en gran escala de los años cincuenta y sesenta y dividido para diferentes tipos de consumo, el modelo de la

función de consumo fue una de las piezas principales del arsenal de artefactos econométricos.

Ese modelo simplista de la función de consumo encuentra poco apoyo en la obra de Keynes. Su examen de la función de consumo es

algo breve; el Libro Tercero, "La propensión a consumir", apenas tiene 43 páginas, mientras que el Libro Cuarto, "El incentivo para invertir". ocupa 93 páginas. Keynes consideraba a "la ocupación directamente dedicada a inversiones (a la que llamaremos ocupación primaria)" (TC, p. 107), el empleo en el consumo era secundario o derivado.

El planteamiento de Keynes sobre las razones en que se basa la función de consumo es el siguiente:

La ley psicológica fundamental en que podemos basarnos con entera confianza. tanto a'pnan partiendo de nuestro conocimiento de la naturaleza humana como de la experiencia, consiste en que los hombree están dispuestos, por regla general y en promedio, a aumentar su consumo a medida que su ingreso crece, aunque no tanto comu el crecimiento de su ingreso. [7G. p. 93. |

Los montos precisos varían cQn el periodo que se analice y con otras variables más estrechamente económicas. La ley tiene especial validez "cuando pensamos en periodos cortos, como en el caso conocido con el nombre de fluctuaciones cíclicas de la ocupación, durante las cuales los hábitos. . no cuentan con tiempo bastante para adaptarse a los cambios en las circunstancias objetivas" (TC. p. 93) "De este modo, un ingreso creciente irá con frecuencia acompañado de un ahorro mayor, y un ingreso en descanso, acompañado de un ahorro menor, en mayor escala al principio que después" (TG, p. 93).

La relación cíclica de consumo a ingreso implica una estabilidad inicial de los estándares de consumo absolutos, seguida de una

adaptación orientada hacia una relación de consumo-- a ingresos sostenida en el más largo plazo; la relación de consumo a ingreso se ajusta hacia arriba cuando el mayor ingreso es sostenido y hacia abajo cuando el menor ingreso es prolongado. Esa relación retardada entre los cambios de consumo y los cambios de ingreso en un medio cíclico fue interpretada por analistas subsecuentes como indicio de que el consumo se vincula a un concepto, con frecuencia llamado ingresos permanentes, que al medirse promedia ingresos anteriores, más estrechamente que a los ingresos vigentes (o recientes) medidos (o reales).

Desde la aparición de la teoría general, el concepto de consumo y las ideas respecto de las determinantes del consumo han sufrido un cambio considerable en las discusiones académicas. Para propósitos de la teoría del empleo, el consumo era para Keynes parte de la demanda efectiva agregada. Introducida en la recíproca de la función de oferta agregada, la demanda efectiva agregada generaba la demanda de trabajo. De esa suerte, para Keynes el consumo, siempre involucraba la producción corriente. .

Según la "verdad" hipotética del sistema de preferencias de la teoría económica neoclásica, "consumimos" tanto los servicios que derivan de los bienes de consumo duraderos —por ejemplo los automóviles— como los servicios que fluyen de la existencia de casas. De este modo, esa teoría implica un concepto de consumo que, a la parte de producción corriente consumida por lo general, añade el flujo de servicios procedente de acumulaciones pasadas de bienes de consumo duraderos y viviendas. Concepto este que considera a casi toda la producción corriente de bienes de consumo duraderos y de viviendas como una forma de inversión. Desde el punto de vista de la teoría económica neoclásica, ese concepto de consumo como flujo de servicios es más satisfactorio, por concordar con la idea de consumo utilizada en teoría microeconómica. Sin embargo, es engañoso desde la perspectiva de la teoría del empleo. Desde ese punto de vista, lo que se necesita es una teoría del gasto familiar en "producción" que durante el periodo corriente use trabajo,

independientemente de cuánto se use la producción y del modo en que se financia el gasto

El concepto de ingresos apropiado que debe usarse en la función de consumo ha sido tema de debate en las obras especializadas. Uno de los criterios considera el ciclo permanente o ciclo de vida, y no los ingresos corrientes, como determinante del gasto de consumo. Esos conceptos de ingreso concuerdan con los criterios de que una familia planea su consumo en un plazo más largo o incluso para toda la vida. Básicamente, el ingreso permanente o de por vida de una unidad depende de los rendimientos que obtengan los factores que ella posee en los procesos de producción de la economía. Como la "productividad marginal" de un insumo de factor en un mundo con pleno empleo no cambia toda con tanta rapidez, una familia tiene una idea bastante buena de los ingresos reales que ganarán los factores que posee. De tal suerte, se supone que la familia y aquellas otras con las que tiene relaciones económicas tienen una buena idea de sus ingresos reales esperados; y el consumo real se ajusta al ingreso real esperado.

Una vez que algunos de los gastos de consumo se financian de manera externa y que las unidades aceptan la idea de un ingreso cíclico e incierto con el transcurso del tiempo (en vez de la de ingreso en equilibrio y seguro), el concepto convencional de ingreso permanente o de por vida resulta menos pertinente en la determinación de gastos de consumo del periodo vigente. En su lugar, se hace conveniente un concepto de ingreso permanente modificado que dé cabida al impacto de la incertidumbre y de las condiciones financieras de la familia en el gasto corriente. Mientras que el concepto de ingreso permanente convencional suele hacer que el consumo se comporte de manera estabilizador durante las fluctuaciones cíclicas, ese criterio alternativo

contiene la posibilidad de que el consumo se comporte de manera procíclica.

Por lo demás, fuera de los cambios en el corto plazo del nivel de ingresos, para Keynes era obvio que un nivel de ingresos absoluto más elevado mostrará, por regla general, tendencia a ensanchar la brecha absoluta entre el ingreso y el consumo. “Esas razones impulsarán casi siempre a ahorrar mayor proporción del ingreso cuando el ingreso real aumenta. Pero, ahórrase o no una proporción mayor. . . cuando su ingreso real [de una comunidad moderna] va en aumento, su consumo no crecerá en una suma absoluta igual” (TG, pp. 93-94).

Sobre todo, en la medida en que el consumo constituye el factor pasivo y determinado y no el factor activo y determinante, es de gran importancia su comportamiento preciso en respuesta a factores económicos objetivos. Cuando se entienda el comportamiento del consumo, se conocerán las medidas cuantitativas del efecto de los cambios en los factores determinantes, la inversión y el gasto público.

Keynes enumeró diversos factores objetivos distintos de los cambios de ingreso que afectan la propensión al consumo. De especial importancia para trabajos posteriores fue la definición precisa del ingreso para las diversas clases de recepción de ingresos: el modo en que el ingreso neto —o lo que posteriormente habría de llamarse ingreso disponible— difería del ingreso bruto y aquel en que las pérdidas y ganancias en valores de capital no incluidas en el ingreso medido afectan el consumo. Además, Keynes analizó el efecto de las tasas de interés, de los cambios anticipados en el nivel de precios, de la política fiscal y financiera pública y privada, y de las expectativas de ingresos ■ futuros sobre el consumo. Luego de resumir esas influencias, Keynes concluyó que “la propensión a consumir puede considerarse como una función bastante estable. . . Los cambios imprevistos en el valor de los bienes de capital pueden hacer variar la propensión a consumir y las modificaciones sustanciales en la tasa de interés y en la política fiscal pueden producir cierta diferencia” (TG, p. 92). Sin embargo, “el ingreso total medido en unidades de salario es, por regla general, la principal

variable de que depende el elemento consumo de la función de demanda global” (TG, p. 92).

En opinión de Keynes, la función de consumo era importante porque conducía directamente al multiplicador que explicaba el modo en que “mide la relación del aumento de ocupación total derivado de un incremento determinado de ocupación primaria en las industrias de inversión” (TG, pp. 108-109). Había que “acudir al principio general del multiplicador para explicar cómo las fluctuaciones en el monto de la inversión, comparativamente pequeñas en relación con el ingreso nacional, son capaces de generar fluctuaciones en la ocupación total y en el ingreso de una amplitud mucho mayores que ellas mismas” (TG, p. 114). De ese modo, la relación en el largo plazo, o relación secular, del consumo al ingreso desvanece en el trasfondo. Para Keynes, la función de consumo cíclica es de la mayor importancia, pues él plantea como problema principal el explicar las fluctuaciones cíclicas.

En términos lineales simples, el modelo de la función de consumo se puede expresar como sigue:

$$Y \sim C + I$$

$$C = a_0 + a_1 Y \quad a_0 > 0, 0 < a_1 < 1$$

$$Z = Z_0$$

donde a_1 es la propensión marginal al consumo, Y el ingreso, C el consumo e Z la inversión. Como en este modelo no hay modo de que los cambios en el nivel de precios puedan afectar el comportamiento del sistema, es posible pasar por alto los cambios en el nivel de precios; en realidad no tiene importancia que Y , C e I se consideren reales o nominales.

Lo cual da paso a la relación de multiplicador

$$Y = \frac{1}{1 - a_1} I \quad \text{donde} \quad \frac{1}{1 - a_1} = k, \text{ el multiplicador, por lo cual}$$

$$I = a_i \quad I = a_i$$

$$Y = k_{ao} + k_l$$

Modelo este que se puede ampliar fácilmente: por ejemplo, el consumo puede ser función del ingreso disponible, Y_o , que es el ingreso, Y , menos los impuestos, T , de suerte que la demanda agregada puede expresarse con inclusión del gasto público, G :

$$Y = C + I + G$$

$$Y_o = Y - T$$

$$C = a_o + a_i Y_o$$

$$C \sim a_o + a_i (Y - T)$$

Las relaciones de multiplicador para ese modelo serán

$$Y = \frac{a_o + I + G}{1 - a_i} \quad Y = \frac{a_o + I + G}{1 - a_i}$$

$$1 - a_i$$

donde $1/(1 - a_i)$ es el multiplicador para el gasto de inversión y el gasto público, y $a_j/(1 - a_i)$ es el multiplicador para los impuestos. Si

$$\Delta Y = \frac{\Delta A}{1 - a_i} \quad \Delta Y = \frac{\Delta A}{1 - a_i}$$

$$1 - a_j \quad 1 - a_j$$

entonces $\Delta Y = \Delta A$, que es el teorema de presupuesto equilibrado más simple; esto es, un incremento igual en gasto público y en recaudaciones fiscales lleva a un aumento igual en el ingreso.

Si además postulamos que son importantes los impuestos sobre la renta, de suerte que los impuestos se constituyen en función del ingreso,

$$T = T_0 + \alpha_1 Y$$

donde T_0 y α_1 son parámetros del programa de impuestos determinados políticamente, entonces tenemos que

$$Y = G + Z + T$$

$$Y_d = Y - T_0 - \alpha_1 Y$$

$$C = c_0 + c_1 (Y - T_0 - \alpha_1 Y).$$

Modelo en el cual las relaciones de multiplicador son

$$Y = c_0 + c_1 (Y - T_0 - \alpha_1 Y) + Z + G$$

$$1 - c_1(1 - \alpha_1) = 1/\lambda$$

Corno $1 - c_1(1 - \alpha_1) > 1 - c_1$, el multiplicador para un modelo que permite a los impuestos volverse función del ingreso es menor que para un modelo en que los impuestos son independientes del ingreso. Así, un programa de impuestos vinculados al ingreso actúa como freno al efecto de expansión de un aumento en la inversión o en el gasto público y contrarresta una parte del efecto de contracción de un decremento en la inversión o en el gasto público.

La función $C_t = c_0 + c_1 Y_t$ puede unirse a una formulación de la inversión basada en una relación de producción $Y_t = v k_t^\alpha$. Relación esta en la cual $\Delta Y_t = v \Delta k_t^\alpha$. $\Delta k_t = (1/\alpha) \Delta Y_t = 1/\alpha \Delta Y_t$, donde v es la producción por unidad de capital y $1/\alpha$ es el capital por unidad de producción. La unión podría tener la forma $Z_t = (1 - \delta) k_{t-1} + \Delta k_t$ donde $(k_{t-1} = Y_{t-1}/v)$ es el cambio más reciente del ingreso cuyo monto se conoce en el tiempo t . Por simetría, escribamos $C_t = c_0 + c_1 Y_t$, de modo que el consumo depende del último ingreso

cuya obtención se conozca. Combinando ambas ecuaciones tenemos

$$y_t = (\alpha + \beta y_{t-1} - y_{t-2})$$

que es una de las formas del modo de multiplicador-acelerador.

Como se muestra en el diagrama 2.1, esta ecuación de diferencias de segundo orden puede arrojar cierto número de diferentes tipos de series temporales de ingreso dependientes de los valores de α y β . Si $\beta > 1$, la serie temporal será explosiva; si $\beta < 1$, la serie temporal será desalentada. Si $(\alpha + \beta)^2 - 4\beta < 0$, entonces la serie temporal es cíclica; si la desigualdad se invierte, entonces es monotónica. De ese modo, la formulación multiplicador-acelerador es capaz de generar toda una variedad de series temporales y se puede usar como base de exposiciones mecánicas de ideas acerca de la experiencia cíclica. En los capítulos subsecuentes se argüirá que esa explicación mecánica del ciclo económico es inconsistente en el enfoque fundamental de las ideas de Keynes.

La función de consumo también se puede usar para generar modelos mecánicos del proceso de crecimiento. Supóngase que se necesitan v unidades de capital para obtener una unidad de producción. Supóngase también que, con pleno empleo, se ahorra por ciento del ingreso. Entonces tenemos que

$$I = sY, \text{ y } Y = vK, \text{ de suerte que } \Delta I = v \Delta Y.$$

Lo cual nos da que

$$\Delta Y = \frac{\Delta I}{v}$$

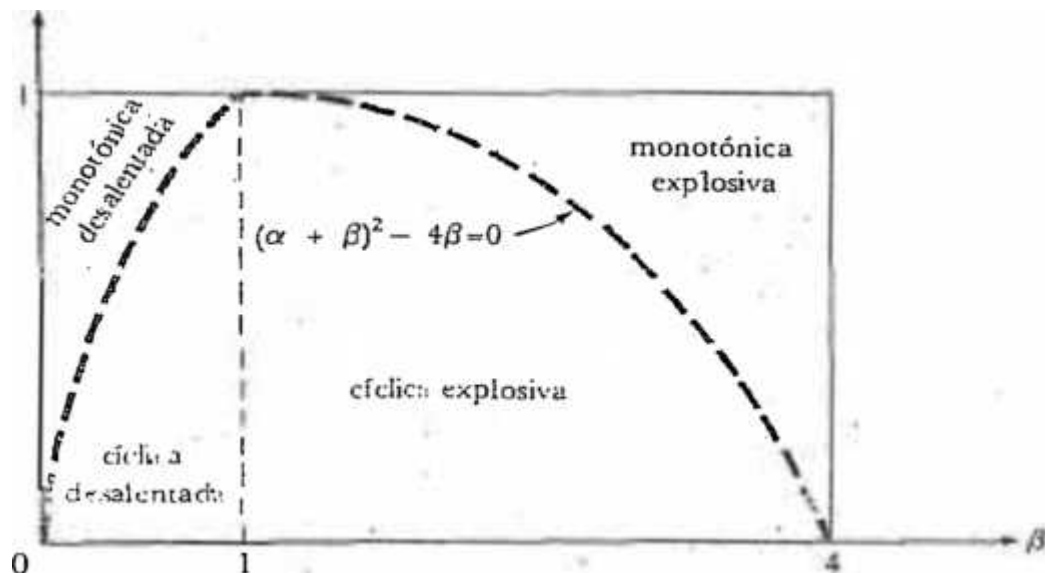
$$= \frac{sY}{v}, \text{ o que } \Delta Y = \frac{s}{v} Y.$$

$$= \frac{s}{v} Y.$$

Y si llamamos a $\frac{s}{v}$ la tasa de crecimiento, g , obtenemos que

$$\Delta Y = g Y.$$

De ese modo, la función de consumo en su forma más simple se puede usar como base para dos series de modelos aparentemente dinámicos: los modelos de multiplicador-acelerador y los modelos de crecimiento de un sector.



Di AGRA jVIA

2.1 Series temporales generadas por modelos de multiplicador-acelerador

El modelo de función de consumo simple puede descomponerse por tipos de consumo. Por ejemplo, $C_1 \dots C_n$ pueden ser diversos tipos de consumo, como servicios, productos no duraderos y productos duraderos, e $Z_1 \dots Z_n$ diversos tipos de inversión como viviendas, servicios públicos, manufacturas e inventarios. Algunos de los tipos particulares de consumo y de inversión pueden ser funciones del ingreso en periodos pasados, de reservas pendientes de esos artículos y de las tasas de interés. Independientemente de la complejidad que tengan las subdivisiones del consumo y de la inversión, el modelo conserva la forma

$$y = r.k_i X_i$$

donde k_j es el multiplicador apropiado y X_j las variables exógenas o predeterminadas pertinentes.

El paso obvio que habrá de darse para aplicar esas ideas consiste en estimar empíricamente las diversas funciones de consumo, de inversión y de algún otro tipo que intervengan en el modelo, para poder, derivar las diversas k . Las verdades acerca del mundo que esos modelos pueden desarrollar están limitadas por sus postulados. La estimación empírica de los cambios de la inversión en el corto plazo no ha sido uno de los éxitos connotados del trabajo econométrico. Muchos de los modelos usados han desistido de estimar la inversión a partir de relaciones funcionales que supuestamente captan las regularidades económicas; en cambio, se basan en datos de encuestas —cuestionarios a hombres de negocios— para sus estimaciones de I .

En sus diversas formas, los primeros modelos de previsión econométricos no dieron un papel considerable o significativo a las tasas de interés, los fenómenos monetarios o las interrelaciones financieras en la determinación del ingreso. Como representación de la economía, esos modelos solían indicar que la influencia de la política fiscal no estaba vinculada a las circunstancias financieras en las cuales operaba. Todos ellos se basaban en un aspecto de la Teoría general, y en su burda simplicidad eran una interpretación errónea de las ideas de Keynes. El fracaso o el éxito de los modelos de previsión econométricos financieramente ingenuos no constituye una prueba de la validez de la teoría de Keynes.

La noción de incertidumbre como importante elemento determinante en las opciones de cartera y por tanto en la inversión es fundamental para las ideas de Keynes contenidas en la Teoría general. Para las variantes de política fiscal de modelos econométricos basados en la función de consumo es fundamental la noción de que, si los instrumentos políticos se establecen a cierto nivel, la economía puede ser ajustada a modo de que el pleno empleo se mantenga a perpetuidad. El criterio de Keynes conduce a

la idea de que, si el pleno empleo se mantiene durante algún tiempo, cambiarán las creencias acerca de las “incertidumbres” a que se enfrentan los empresarios y los poseedores de riqueza. Como resultado, una vez sostenido, el pleno empleo implica un aumento explosivo en la demanda. Para Keynes, los efectos de la incertidumbre y las repercusiones financieras de cualquier estado minaban su estabilidad. Esos conceptos keynesianos son ajenos tanto a los modelos de función de consumo simples como a sus ingenuas aunque complejas ramificaciones de previsión econométricas.

El marco is-lm

En un artículo cuyo objetivo era muy explícitamente la reconciliación de Keynes con los autores clásicos,^{2 3} el profesor Hicks introdujo el diagrama IS-LM, el aparato expositivo-analítico más usado en la macroeconomía contemporánea. Aquel marco sirvió de estructura a gran parte de la argumentación del profesor A. Hansen, el economista teórico más importante en la elaboración de la versión norteamericana del keynesianismo convencional. Por eso, al enfoque IS-LM se le llama con frecuencia marco de Hicks-Hansen. El meollo del argumento de Hicks es que la Teoría general limitó pero no repudió las versiones complejas de la teoría clásica. Como señalaremos ulteriormente, esa posición hicksiana es muy semejante en su espíritu a la interpretación de la Teoría general que ofrece el profesor Viner en su propio análisis, la única reseña de esa obra que provocó de parte de Keynes un amplio comentario. Keynes repudió explícitamente la interpretación de Viner respecto a la estructura del argumento de su Teoría general.

En el artículo de Hicks, las diversas representaciones de ideas contenidas en la Teoría general se introducen sin cita ni documentación alguna. También se señala en él “que el valor de entretenimiento. . . [de la Teoría general] se ve realizado en medida apreciable por su aspecto satírico?”. Además, las relaciones de existencias-flujo, la incertidumbre, la insistencia en la naturaleza

esencialmente cíclica de la inversión y las reiteradas alusiones al mundo tal como es (la importancia del detalle institucional) son aspectos fundamentales de la Teo-

ría geneal que fueron olvidados en la presentación de Hicks. Tras señalar que cuando la teoría clásica "se aplica al. análisis de fluctuaciones industriales, se mete en dificultades".⁴ Hicks considera a la Teoría general interesada sobre todo en ajustes menores a la teoría clásica, necesarios a esa aplicación de la teoría supuestamente sin importancia

Antes de presentar la formalización hicksiana, vale la pena hacer un doble señalamiento. El primero es que Hicks considera la función de preferencia por la liquidez como modificación de la función marshaliana de demanda monetaria, con la condición adjunta de que la demanda de efectivo sea función tanto de la tasa de interés como de las transacciones. Tras señalar que Kcyi.vs incluye el ingreso y la tasa de interés en su demanda monetaria, Hicks observa que "con esta revisión, Keynes da un gran paso hacia la ortodoxia marshaliana y su teoría resulta difícil de distinguir de las teorías marshalianas revisadas y modificadas".¹⁰

El segundo es que la demanda de inversión se introduce de una manera de lo más informal. Al presentar el modelo "clásico", Hicks escribía: "A fin de deteíminar L (la inversión) necesitamos dos ecuaciones. Una de ellas nos dice que el volumen de inversión (considerado como demanda de capital) depende de la tasa de interés:

- oto.

que es aquello en lo que se constituye la curva de eficiencia marginal del capital en la obra de Keynes-"⁴ (La segunda ecuación necesaria es la función de ahorro.) La función de demanda de inversión es idéntica en las versiones que Hicks da de los modelos clásico y keyne-siano; Hicks cambia las funciones de demanda

monetaria y de consumo-ahorro de su modelo clásico para generar un modelo keynesiano. Para expresarnos de una manera popularizada posteriormente, Hicks trabaja con un sistema simultáneo en que se consideran de manera explícita dos mercados: el mercado del "dinero" y el mercado de las "mercancías". El equilibrio exige la satisfacción simultánea de las relaciones que rigen a cada mercado.

En la versión Hicks-Hansen de la teoría de Keynes, el mercado de dinero está englobada en una relación de demanda "endógena", según la cual la demanda de dinero, M_d , es una función $L(i, Y)$, del ingreso, Y , y de la tasa de interés, i , $M_d = L(i, Y)$ (en el artículo de Hicks no se especifica sobre qué es la tasa de interés), mientras que la oferta de dinero está determinada de modo exógeno por las "autoridades", presumiblemente mediante operaciones en el mercado abierto. Para determinada cantidad de dinero en existencia, M_t , la función de demanda señala posiciones de las tasas de interés y los ingresos reales que satisfacen la restricción de la demanda monetaria. Esa función (llamada función LM) por lo general es de pendiente ascendente, aunque se consideren como especificaciones posibles de ella una parte (virtualmente) horizontal para ingresos bajos y otra parte (virtualmente) vertical para algunos ingresos elevados [véase diagrama 2.2].

El mercado de mercancías consta de dos partes. La primera es una demanda de inversión, dada por la función identificada previamente:

$I = I(i)$ (usando los símbolos convencionales actuales),

que es una función con pendiente negativa de la tasa de interés. La segunda parte es la función de Consumo, que se define mejor como función de ahorro (ahorro - ingreso — consumo). Dado que $S = S(i, Y)$ y que $Y = C + I$, obtenemos la ecuación $Z(i) = S(i, Y) - I(i) = 0$, que traza una curva con pendiente negativa de puntos (i, Y) (llamada función IS). La intersección de IS y LM, definida para determinada cantidad de dinero, define la tasa de interés y el nivel de "ingreso monetario".

Hicks supone explícitamente que "w, la tasa de salario nominal per cápita, se puede considerar como dada"; supone implícitamente que el nivel de precios $P = Xw$, de suerte que el ingreso nominal y el ingreso real se vinculan de manera muy simple. No se abordan explícitamente las implicaciones que los diversos niveles de dinero tienen para el empleo; tampoco hay consideración explícita de las condiciones del mercado de trabajo. En ese influyente artículo, el argumento se presenta extrañamente trunco; en realidad es muy poco lo que dice. Sin embargo, suponiendo que los precios y los salarios son fijos, la demanda agregada "de dinero", o ingreso, se puede transformar en demanda de trabajo. De ese modo se determina el empleo

El marco IS-LM agrega tres relaciones al modelo de función de consumo simple: una ecuación de demanda de inversión, una relación de tasa de interés monetario y una oferta monetaria determinada de manera exógena. Para determinar la validez de ese marco como interpretación de Keynes es de fundamental importancia el supuesto acerca del dinero: cómo se determina la oferta monetaria y cómo ésta interviene en la determinación del ingreso y de la tasa de interés.

Es sumamente evidente que, en la teoría general, Keynes se interesaba en tres tipos principales de activos. En el capítulo 12, "El estado de las expectativas a largo plazo se considera la evaluación de la

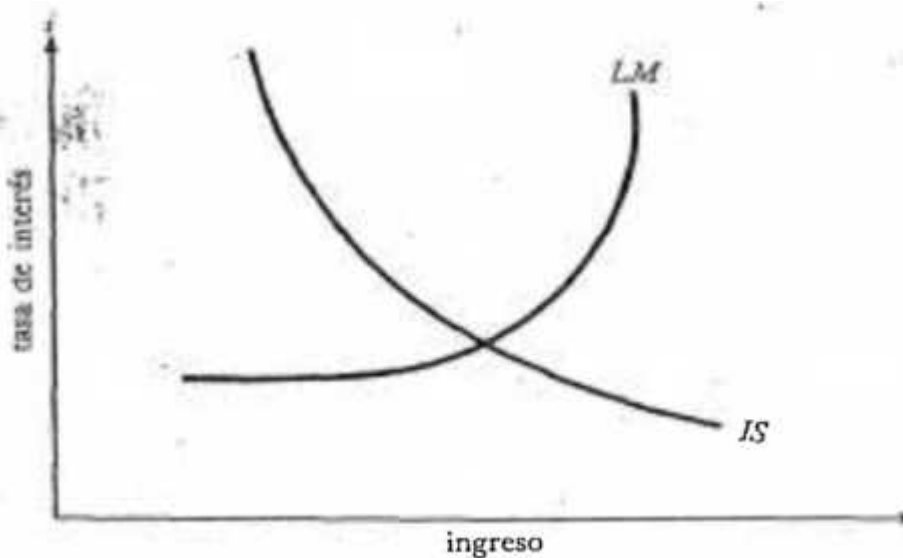


Diagrama 2.2 El diagrama IS-LM

existencia de activos fijos. Estos generarán rendimientos prescritos, o flujos de efectivo según la terminología vigente. El problema de la evaluación de los activos fijos se aborda suponiendo que “los cambios en el valor de las inversiones [lo cual significa activos fijos en el contexto de Keynes] fueron consecuencia solamente de cambios de la expectativa de sus rendimientos probables y de ninguna manera de modificaciones en la tasa de interés a que se capitalizan dichos rendimientos” (TG, pp. 136-137).

Por otra parte, la tasa de interés “no es, en sí misma, más que la inversa de la proporción que hay entre una suma de dinero y lo que se puede obtener por desprenderse del control del dinero a cambio de una deuda durante un periodo determinado de tiempo” (TG, p. 151). Sin embargo, “podemos trazar la línea divisoria entre ‘dinero’ y ‘deudas’ en cualquier momento que sea conveniente para manejar un problema particular” (TG, p. 151, nota al pie núm. 1).

Así, Keynes imagina un proceso de dos pasos: el dinero y las deudas determinan la tasa de interés que en la discusión general es el complejo de las diversas tasas de interés vigentes en distintos periodos de tiempo, esto es, para deudas de diferentes

vencimientos” (TG, p. 152), y esa tasa de interés, combinada con el rendimiento previsto de los activos fijos, determine el valor de éstos. Keynes no es explícito acerca de quién es el deudor en los contratos que determinan la tasa de interés: si las deudas son certificados de tesorería, deudas de comerciantes para el financiamiento de los negocios, o incluso deudas de empresarios para el financiamiento de posiciones en activo fijo.

Para nuestro propósito a esta altura, sólo necesitamos insistir en que Keynes consideraba tres tipos de activos: el dinero, al que por regla general se le supone coextensivo a los depósitos bancarios (TG, p. 152); las deudas de carácter no especificado, que son contratos para el intercambio de dinero actual por dinero futuro; y los activos fijos, que se caracterizan por rendimientos esperados (flujos de efectivo) que pueden variar por diversas razones, de suerte que una persona racional no podrá estar segura de los flujos de efectivo que generarán los activos fijos.

Por tanto, en la Teoría general, la determinación de la inversión es un proceso de cuatro etapas. El dinero y las deudas determinan la “tasa de interés”; las expectativas en el largo plazo determinan el rendimiento —o flujos de efectivo esperados— de los activos fijos y la inversión corriente (esto es, las existencias de bienes de capital); el rendimiento y la tasa de interés intervienen en la determinación del precio de los activos fijos; y la inversión se lleva al punto en que el precio de oferta del producto de la inversión es igual al valor capitalizado del rendimiento. El simple marco IS-LM viola la complejidad del proceso de determinación de la inversión considerado por Keynes. En las obras especializadas, en vez de resolverse, se han pasado por alto los enigmas acerca de la determinación de la inversión planteada por Keynes.

Por el momento, aceptaremos la formulación IS-LM como base para nuestra exposición de macroeconomía convencional, a reserva de volver en capítulos subsecuentes a un examen de los fundamentos

de la teoría de la inversión. Todavía debemos estudiar el modo en que el enfoque IS-LM se integra dentro del marco neoclásico.

El marco IS-LM es más complejo que el modelo simplista de la función de consumo en cuanto a que da cabida a la influencia del dinero y permite que las elasticidades (formas y posiciones) de las diversas funciones afecten el ingreso. En particular, el criterio de que la función de preferencia por la liquidez es una relación de demanda monetaria permite introducir la idea de que, en circunstancias apropiadas, la demanda monetaria puede ser infinitamente elástica con respecto a las variaciones de la tasa de interés; esto es, $M_d = L(i^f)$ es tal que, para cierta categoría de ingresos, e 1 cambio en 1 a oferta monetaria no afectará la tasa de interés. Supuestamente, esa trampa de liquidez es predominante en las secuelas inmediatas de una gran depresión o de una crisis financiera.

En los trabajos especializados que se desarrollaron en torno al aparato IS-LM, se definieron tres regiones de influencia monetaria en el plano XO (véase diagrama 2.3). En la región de la trampa de liquidez (Z.T) ningún aumento en la oferta monetaria afecta al ingreso o la tasa de interés; en la región Q un aumento en la oferta monetaria se refleja plenamente en el nivel del ingreso nominal; y en la región intermedia (llamada LM) los cambios en la cantidad de dinero afectan tanto al ingreso como a las tasas de interés. Así, en el marco IS-LM, los resultados de un cambio en la cantidad de dinero no son claramente “neutros”: podría verse afectada la tasa de interés. Lo que en realidad ocurre después de un cambio en la cantidad de dinero condiciona la forma de la función de preferencia por la liquidez.

El razonamiento sobre la elasticidad del interés en la demanda monetaria se descompone en dos partes: una de ellas es que la demanda de transacciones responde a las variaciones de la tasa de interés; la otra es que la demanda de cartera, o de activos, afecta (determina) la tasa de interés sobre otros activos.

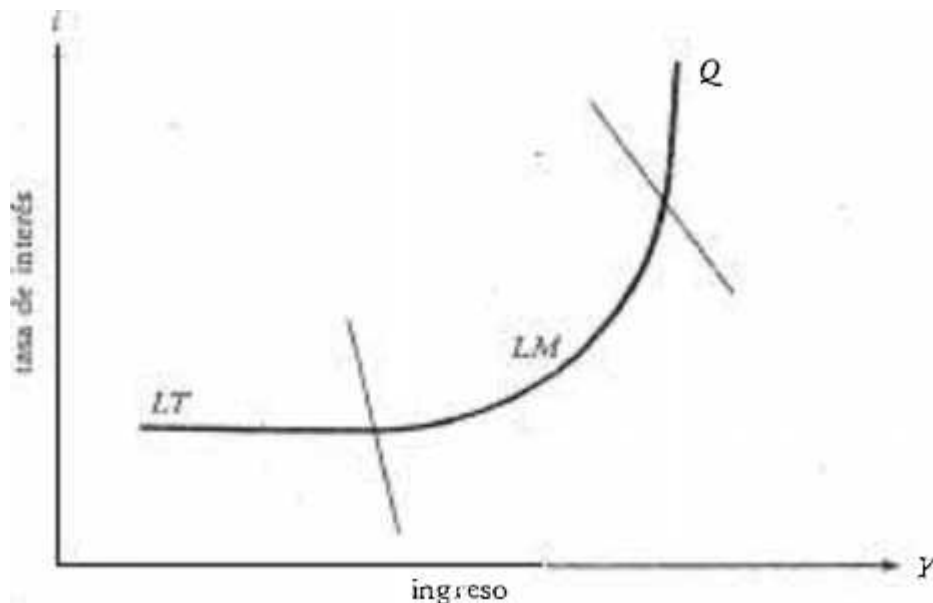


Diagrama 2.'3 El diagrama LM

En este punto, la vaguedad del modelo hicksiano respecto de la tasa de interés en cuestión se constituye en un punto especialmente débil. El argumento habitual sobre la parte de la curva correspondiente a la trampa de liquidez gira en torno al potencial de pérdida de capital que existe al aumentar las tasas de interés; lo cual implica que la tasa de interés en la función de preferencia por la liquidez sea la tasa a largo plazo. Por otra parte, el sustituto de efectivo ocioso es un activo a corto plazo, lo cual significa que la tasa de interés en la función de preferencia por la liquidez es una tasa a corto plazo. Una manera de evitar esa dificultad sería suponer que el patrón entre tasas de interés es constante, sin embargo por simple observación se elimina ese criterio. Las dificultades planteadas por el problema del contenido de la función hicksiana de preferencia por la liquidez se resolverán a medida que reinterpretemos esa función como una curva determinante del precio de demanda de activos.

Además de la trampa de liquidez, hay la posibilidad de que la curva IS sea inelástica con respecto al interés: es decir, que una disminu-

ción de la tasa de interés pueda no incrementar la inversión de manera apreciable. Así, en la formulación IS-LM se pueden identificar dos deslices entre la tasa monetaria y los labios del ingreso: un aumento en el monto de dinero tal vez no reduzca la tasa de interés y, en caso de reducirla, tal vez no afecte con ello el monto de inversión.

Haciendo explícita la interdependencia de los mercados de mercancías y de dinero en el pensamiento de Keynes, el modelo de Hicks-Hansen es una representación más exacta de sus ideas que los modelos de función de consumo simples. Sin embargo, por no considerar de manera explícita la importancia de la incertidumbre tanto en las decisiones de cartera como en el comportamiento de la inversión, y por ser una interpretación en equilibrio más que dinámica del modelo, él constituyó una representación inadecuada e ingenua de las ideas sutiles y complejas de Keynes.

El mercado de trabajo y el marco IS-LM

Un paso más en la evolución de la macroeconomía convencional es la adición de una consideración explícita de las condiciones del mercado de trabajo al marco de Hicks-Hansen. Los modelos resultantes de la consideración simultánea de los mercados de trabajo, de mercancías y de dinero van desde los que acusan propiedades ya señaladas por Keynes hasta los que resultan más bien simplemente clásicos por su naturaleza. Uno de los resultados de la integración del marco IS-LM con el mercado de trabajo es la síntesis neoclásica, modelo económico que constituye el centro de la macroeconomía convencional.

Al plantear en la siguiente sección la síntesis neoclásica, habremos llegado al final de la vuelta equivocada, pues su teorema principal — que con pleno empleo se puede lograr el equilibrio mediante procesos de mercado— niega la validez teórica o “general” de la idea de Keynes. Ocurre así aunque la síntesis neoclásica dé atribida a la generación, y a la persistencia, del desempleo causado por

rigideces y sea consistente con la defensa de la política “keynesiana.” en caso de que esas rigideces resulten predominantes.

Habiendo llegado a la síntesis neoclásica, estaremos en posición de examinar, en los capítulos subsecuentes, de qué modo obedece ese resultado a alguna, “vuelta equivocada”. Luego podremos poner manos a la obra para construir un modelo más fiel al espíritu de la Teoría general.

Habitualmente, el mercado de trabajo se introduce en el análisis agregado generalizando el modo de considerar a los mercados de trabajo específicos en la teoría de precios convencional.; Para lograrlo, se introduce una función de producción agregada de forma

$$O = e(K, N)$$

(donde O = producción, K - existencia de capital y N - trabajo), de suerte, que

(el producto marginal del trabajo, dG/dN , es positivo para todo N y decreciente a medida que aumenta N). La función de producción agregada se usa para determinar tanto la función de demanda de trabajo como el volumen de producción (el ingreso real) con respecto a cada nivel de empleo. La función de demanda de trabajo es la curva de productividad marginal del trabajo, donde el capital, el factor cooperativo, es fijo. La productividad marginal del trabajo disminuye a medida que aumenta el empleo; la curva es de pendiente negativa.

En la Teoría general, Keynes se interesó sobre todo por la determinación del empleo. Sin embargo, tuvo sumo cuidado en no usar una función de producción agregada al derivar la demanda de trabajo. Primero definió una función de oferta agregada, $Z = w$ donde Z es “el precio de oferta global de la producción resultante del empleo de N hombres” (TG, p. 33), mientras que la recíproca de la función de oferta agregada es $TV = 1/Z$. En la medida en que la

demanda agregada, D , que es la suma de la inversión, el consumo y la demanda gubernamental, es igual a la oferta agregada, la función de empleo se puede considerar dependiente de la demanda agregada:

$N =$

Usando argumentos en el sentido de que la composición de cada nivel de demanda agregada está perfectamente definida entre diferentes tipos de producción, Keynes concluyó que se justificaba la agregación de funciones de empleo particulares para formar una función de empleo total.

El marco IS-LM genera el nivel de demanda agregada en términos reales. Si se introduce esa demanda agregada en la función de empleo se obtiene el nivel de empleo. Por simplicidad, la oferta de la relación de la oferta de empleo se puede suponer infinitamente elástica para un salario nominal determinado de manera exógena.

Aunque Keynes no recurrió a los conceptos de la función de producción para determinar el nivel de empleo, sí los usó para determinar tanto el nivel de precios vinculado a cada tasa de salario nominal como el modo en que el nivel de precios variaba para una tasa de salarios determinada al variar el empleo. Supuso que la función de de-

manda agregada aumentaba linealmente con el empleo o bien que, luego de alcanzar el empleo un nivel particular, aquélla aumentaba más rápidamente que éste debido a una eficiencia decreciente del trabajo en la generación de productos. Puesto que las ganancias por ventas marginales debidas a la contratación de trabajo adicional deben ser iguales o superiores a la tasa de salarios, Keynes llegó a la conclusión de que el nivel de precios era proporcional a la tasa de salarios dividida por la eficiencia del trabajo, lo cuál puede identificarse como un concepto de

productividad marginal. Por tanto, valiéndonos de los símbolos con que se formula la productividad marginal, Keynes sostenía que

$P = \frac{dQ}{dN}$

(de/dN)'

esto es que, con un salario nominal determinado, W_0 , el nivel de precios P se vincula inversamente al aumento de producción debido al trabajo, en el nivel de empleo existente, N_e . Si dQ/dN disminuye cuando aumenta N_e , el nivel de precios para cualquier salario nominal determinado se eleva al aumentar el empleo.

Según la-formulación keynesiana, el comportamiento del mercado de trabajo que determina la evolución de W_0 es la determinante aproximada del nivel de precios. Si este resultado no contradice el criterio convencional de la teoría cuantitativa del dinero, según el cual

$MV = PY$

$P = \frac{M}{Y}$ —donde están dados V , la velocidad, y O , la producción,

$P = \frac{M}{Y}$,

cuando menos lo transforma en el planteamiento condicional de qué un aumento en la cantidad de dinero afectará los precios, así como afecta primeramente el mercado de trabajo; el comportamiento del mercado de trabajo se vuelve el conducto por el cual los cambios monetarios se abren paso hacia los cambios de precios. Más aún, en la medida en que las condiciones del mercado de trabajo pueden dar lugar a cambios de salarios nominales, independientes de los cambios en la oferta monetaria, los cambios de precios son independientes de los cambios que ocurran en ésta. De lo cual se sigue que el criterio clásico de que el nivel de precios está determinado por la oferta monetaria no es ni confiable ni preciso.

De acuerdo con la idea de Keynes sobre la determinación del nivel de precios, la productividad marginal del trabajo ($dQ/dN \backslash N_e$), disminuye con el aumento del empleo, de suerte que para una tasa de sala-

rio determinada el nivel de precios se elevará a medida que aumente el empleo. De ese modo, el salario real de los trabajadores disminuirá con el aumento del empleo, aunque no cambien los salarios nominales. Es importante reconocer que, en una economía capitalista, aunque los convenios se concluyan y los contratos se redacten en términos nominales, los términos reales de cualquier convenio o de cualquier contrato que se prolongue en el tiempo están determinados por el modo en que se comportan los precios. Nótese que esa manera de ver —que el funcionamiento del sistema determina los términos reales de los contratos concluidos en términos monetarios o nominales— introduce en las decisiones económicas un tipo de incertidumbre que va más allá de la regulación, o de la guía, de agentes económicos individuales. También es obvio que ese principio se aplica no sólo a contratos salariales sino también a contratos financieros.

Por otra parte, si el producto marginal del trabajo es constante para el nivel pertinente de empleo, entonces también será constante el nivel de precios y podremos escribir que

$$P = j_i W,$$

donde j_i es la “relación” de sobreprecio sobre los salarios, que es un supuesto enteramente común.

Sin embargo, en la evolución de la teoría neoclásica actual, la formulación IS-LM de Hicks-Hansen no está integrada al mercado de trabajo de acuerdo con la idea de Keynes de que el comportamiento del mercado de trabajo y su productividad afectan los precios de manera primordial. Antes bien, el supuesto hecho en el estudio de mercados competitivos —que toda empresa empleará

mano de obra hasta el punto en que el salario nominal sea igual al valor del producto marginal (esto es,

$$W_j = P_i \cdot$$

$$J' \cdot dN_j$$

para cada uno de los i productos de la economía y cada uno de los j tipos de trabajo)— se generaliza en un supuesto agregado: que el número de trabajadores empleados en la economía en general será tal que el producto marginal de un trabajador sea igual al salario real W/P ,



|

$$\partial Q / \partial W$$

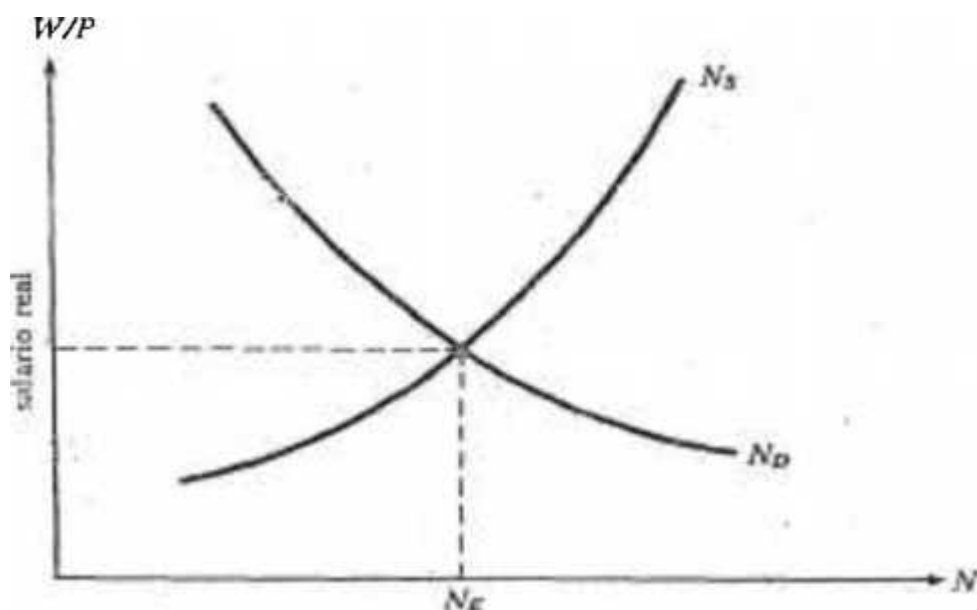
— $\partial \tilde{N} / \partial (G_N\{K, N\} - p)$, de modo que

Esta curva No tiene pendiente negativa; en el corto plazo, se supone que la existencia de capital, K , sea una constante, K .

A esa curva de demanda se agrega una curva de oferta. Esta presupone que la opción ocio-trabajo de los obreros está determinada por el salario real, de suerte que

donde es la oferta de trabajo.

Más aún, $dN_s/d(W/P) > 0$; es decir, esta curva N_s tiene pendiente positiva.



ocupación

Diagrama 2.4 El mercado de trabajo clásico

La intersección de las curvas N_s y N_d determina el equilibrio entre salario real y empleo. En economía clásica se supone alegremente que en los mercados existen procesos que aseguran la consecución de ese salario real y ese empleo {véase diagrama 2.4). Tras ese supuesto, en la función de producción se puede introducir el empleo, N_e , para obtener el volumen de producción $O = Q(K, N_e)$. Ese volumen de producción, determinado por las condiciones de equilibrio en el mercado de trabajo, ya puede “sustituirse” en las funciones de inversión, de ahorro y de preferencia por la liquidez que constituyen el marco IS-LM, para determinar un modelo clásico que use el marco hicksiano. En esa transformación, las funciones de consumo, de inversión y de

preferencia por la liquidez se definen en términos reales. Puesto que la cantidad de dinero es por definición un término nominal, el nivel de precios se introduce de manera explícita en la función de preferencia por la liquidez, es decir,

M_d/P

$\mathcal{L}(\cdot, 0)$

Combinadas en la curva 1S del modelo de Hicks, las funciones de inversión y de ahorro dan por resultado combinaciones de tasa de interés y de ingreso real (volumen de producción) compatibles con el equilibrio en el mercado de mercancías. Como en el modelo clásico se supone que el volumen de producción está determinado por el equilibrio en el mercado de trabajo, los mercados de inversión y de ahorro producen una tasa de interés.

Dado que la tasa de interés y el volumen de producción están determinados en los mercados de mercancías y de trabajo, la curva de preferencia por la liquidez sólo tiene una "misión": determinar el nivel de precios. Mientras que en el marco IS-LM la función de preferencia por la liquidez define las tasas de interés y el ingreso real compatibles con el equilibrio en el mercado de dinero, en el modelo clásico la relación de preferencia por la liquidez transforma en ingreso nominal el ingreso real, tal como se determina éste en el mercado de trabajo. Transformada primero en curva de demanda monetaria por Hicks, la preferencia por la liquidez ya no tiene más función que determinar el nivel de precios. Como la función de preferencia por la liquidez vincula el nivel de precios a una oferta monetaria determinada "exógenamente", hemos llegado a la teoría cuantitativa del dinero. La diferencia entre este modelo y la ingenua formulación MV - PT de la teoría cuantitativa radica en que la velocidad es una variable dependiente de la tasa de interés.

Este modelo, donde predomina el mercado de trabajo en la determinación del volumen de producción, es el modelo clásico en ropajes modernos. Resuelve cada mercado aislado y sucesivamente. El mercado de trabajo

$n \cdot \mathcal{E}(t) \cdot N_d \cdot \mathcal{O}(y) \cdot y$

determina el empleo y , y, por medio de la función de producción, el ingreso real, \mathcal{O} - Dado el ingreso, la función de ahorro,

J y la función de inversión, I - determinan la tasa

de interés, i , y la división entre inversión y consumo del volumen de producción. Dados el ingreso y la tasa de interés, la función de preferencia por la liquidez, $M^d/P = \mathcal{L}(0, i)$ junto con la oferta monetaria exógena, $M_t - M_0$ produce el nivel de precios. Valiéndonos de $jW_t - M_0$ obtenemos que

P “ — que es equivalente a P - ——— M

$$\mathcal{L}(O, i) \quad O$$

El nivel de precios está determinado por la cantidad de dinero. La única complicación más allá y por encima de la ingenua teoría cuantitativa de velocidad constante es que la velocidad de circulación es una variable determinada por la tasa de interés.

En el modelo clásico, el equilibrio está determinado por las condiciones tecnológicas, incluidas en la función de producción, y por los sistemas de preferencia de las familias. La función de producción determina las funciones de productividad marginal para el trabajo y el capital, que a su vez determinan la curva de demanda de trabajo y las funciones de demanda de inversión. En el sistema clásico, los sistemas de preferencia de las familias se pueden considerar como la tecnología doméstica: ésta transforma el ocio y el ahorro en satisfacción. Así, las curvas de oferta de trabajo y de ahorro están determinadas por transformaciones del sistema de preferencia de manera análoga a la determinación de la demanda de trabajo y de inversión.

El modelo clásico, en que una oferta monetaria exógena determina el nivel de precios, y el modelo IS-LM con un mercado de trabajo keynesiano, en que una tasa de salarios exógena determina el nivel de precios, se construyen de maneras paralelas. En el modelo clásico predomina el mercado de trabajo, que determina el empleo y el volumen de producción; los mercados de ahorro y de inversión

determinan la tasa de interés; y la oferta monetaria determinada de manera exógena determina el nivel de precios. En el modelo IS-LM con un mercado de trabajo keynesiano, el ingreso y la tasa de interés están determinados por la satisfacción simultánea predominante de las condiciones de equilibrio en los mercados de mercancías y de dinero; el ingreso determinado de ese modo da por resultado la cantidad de trabajo empleada (por la vía de la función del empleo) y, junto con la tasa de salarios determinada de manera exógena, la ya determinada productividad del trabajo define el nivel de precios.

Tanto el modelo clásico como el modelo IS-LM keynesiano se pueden ampliar haciendo endógena la oferta monetaria*—o su velocidad de cambio— o bien la velocidad de cambio de la tasa de salarios. En el modelo clásico se puede introducir una función de oferta monetaria que vincule los cambios en la cantidad de dinero con las tasas de interés y las características del comportamiento bancario. En el modelo basado en el IS-LM keynesiano se puede introducir una curva de Phillips^{5 6} que vincule los cambios del salario nominal con las tasas de desempleo y la velocidad de cambio de ese mismo desempleo.

A decir verdad, el modelo clásico demuestra demasiado. Mace de las variaciones sustanciales y prolongadas en el empleo un fenómeno accidental o transitorio y no una variable sistemática. Para que las variaciones observadas en el empleo reflejen los fenómenos sistemáticos, se necesita alguna manera de reconciliar el comportamiento del mercado de trabajo con la inversión, el ahorro y la determinación de la demanda agregada por el mercado de dinero, distinta del predominio directo del mercado de trabajo que preconiza el modelo clásico.

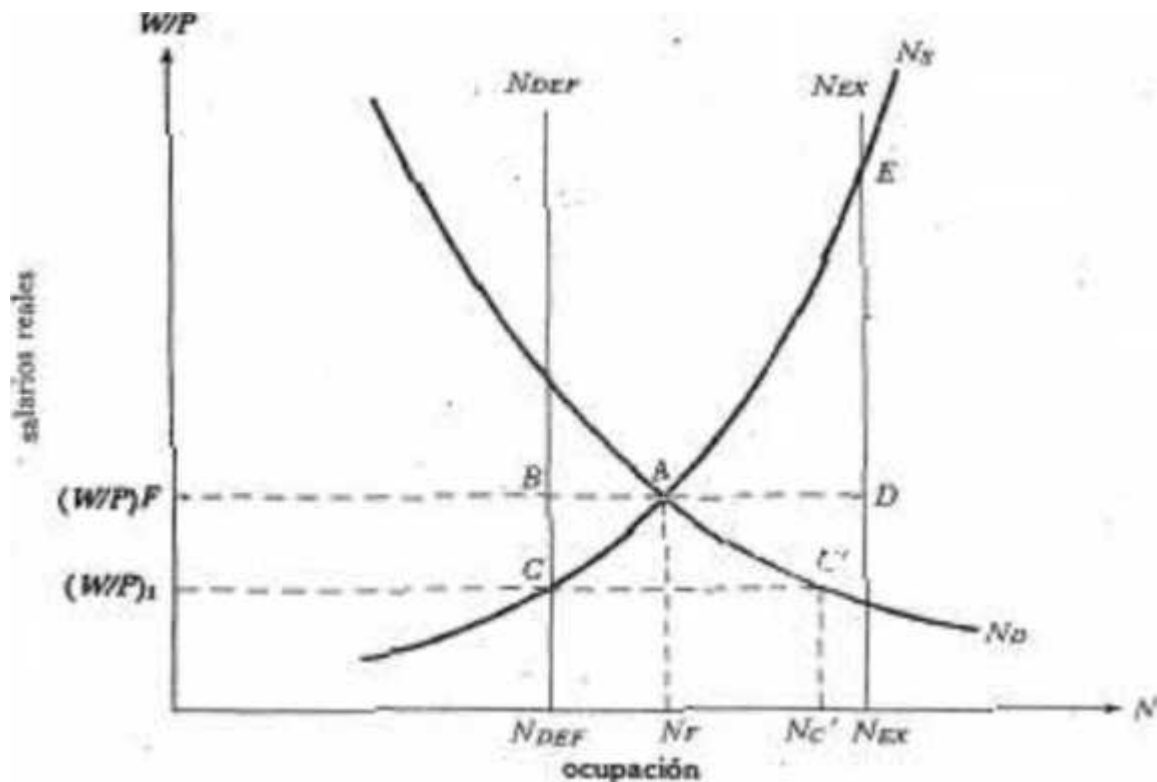
Una manera de reconciliar los criterios clásico y keynesiano de los mercados de trabajo consiste en proponer una secuencia de equilibrios y de procesos que requieren tiempo al desplazarse hacia el equilibrio. Según ese criterio, el desempleo observado y las

reacciones del sistema IS-LM se constituyen en fenómenos de desequilibrio.

Por otra parte, una manera de abordar la elaboración de una teoría que considere seriamente la posibilidad del desempleo sería unir la determinación de la demanda agregada de Hicks-Hansen con la determinación de los salarios reales en el mercado de trabajo. Lo cual puede lograrse de tal modo que, derivada de la demanda agregada, la demanda de trabajo predomine en la determinación del empleo derivado de la productividad marginal y de las consideraciones sobre la preferencia familiar. De ese modo, si, determinado por consideraciones de IS-LM, el ingreso conduce a un exceso, o a una deficiencia, de la demanda de trabajo respecto a la demanda "de equilibrio*" del propio mercado de trabajo, entonces el movimiento dinámico consistirá en aumentar o disminuir el empleo de suerte que éste sea igual a la demanda de trabajo determinada por el sistema IS-LM. Cuando así se haya hecho, los salarios nominales pueden empezar a cambiar de manera apropiada para lograr el "equilibrio**" determinado por la intersección de la demanda de trabajo —derivada de la introducción en la función de producción de la demanda agregada real según se determine por IS-LM— y de la oferta de trabajo.

En el diagrama 2.5, el punto A representa el equilibrio "clásico" o equilibrio propio del mercado de trabajo, y las líneas N_{df} y N_{ex} reflejan la demanda de trabajo derivada de las relaciones determinantes de la demanda agregada contenidas en el sistema IS-LM: N_{df} es una demanda de trabajo deficiente y N_{ex} una demanda de trabajo excesiva. Desde el principio suponemos que los cambios, producidos por movimientos hacia el equilibrio en el mercado de trabajo, no inciden en los mercados incluidos en el sistema IS-LM. De ese modo, con

como curva de demanda efectiva para el trabajo, el nuevo equilibrio de la oferta y la demanda estará en C, y con ese nuevo equilibrio estará en E.



DcaoHama 2.5 El nwcado trabajo toa aputri caairdada

En el punto C, la cantidad de trabajo demandado, derivada de los mercados de mercancías y de dinero, es igual a la cantidad ofrecida. Los mercados de mercancías y de dinero están en equilibrio: no hay incentivos para que se produzcan cambios desde esa dirr ción. Todos los trabajadores que quieran trabajar con este salario real están ocupados, así que tampoco desde este lado hay incentivos para cambios. Ciertamente es que, dadas las funciones de salano real y de producción, a las empresas les gustaría contratar a C' trabajadores, aumentando así la ocupación y el volumen de producción. Sin embargo, al buscar las empresas nuevos compradores, encuentran que, en el plano agregado, no existe mercado para un volumen de producción adicional. Sumada a la demanda de inversión, la demanda de los trabajadores, determinada por sus ingresos. ^zwr(H'ZP)i. apenas basta para comprar el volumen de producción que habrán de producir Moer trabajadores. Una vez alcanzado, el punto C es un equilibrio que no satisface las condiciones de productividad subyacente a la función de demanda

de trabajo clásica que, en C conduce a una demanda de trabajo C .

Consideremos la demanda de trabajo, C' , a la iu. del sistema /S-LM. Si los salarios reales son (w) entonces las condiciones de maximización de ganancias de la empresa indican que se deberá producir $O - O' (K, N_c)$. Sin embargo, dada la manera en que la demanda es generada por las condiciones del ahorro, la inversión y el mercado de dinero, no hay forma de que el volumen de producción obtenido por N_c - trabajadores cree suficiente demanda para absorber ese mismo volumen. Aun siendo un desequilibrio del mercado de trabajo definido por las condiciones clásicas, la posición del mercado de trabajo que indica el punto C no desencadena por sí sola un proceso dinámico que se oriente hacia la eliminación de la demanda excesiva de trabajo ($C' - C$) La demanda excesiva ($C' - C$) es nocional, no efectiva. Todo lo que se necesita para que la situación indicada por C pueda sostenerse es que el ingreso de las empresas sea suficiente para satisfacer diversos compromisos financieros; esto es, que los empresarios no vayan a la quiebra cuando la economía esté en C . Una vez satisfecha esa condición de suficiencia, no hay ya ninguna influencia perturbadora endógena.

En principio, por estar sobre la curva de oferta de trabajo, el punto C constituye un equilibrio de pleno empleo. Sin embargo, el recuerdo de que antes la ocupación fue $A'k$ de que el volumen de producción pasado fue mayor que el volumen de producción presente y de que las ganancias pasadas fueron mayores que las ganancias presentes hará que ese equilibrio se identifique como un estado menos que satisfactorio de la economía. Aunque no caracterice a una depresión profunda, el punto C muy bien podría ser característico de una economía en recesión, estancada o floja.

Si la demanda de trabajo, derivada de la demanda de producción determinada en los mercados de mercancías y de dinero, excede el equilibrio de pleno empleo, entonces habrá tendencia al aumento de la ocupación y del salario real. Supongamos que se alcance el

punto E. En él, las condiciones de equilibrio de la oferta de trabajo, del mercado de mercancías y del mercado de dinero se “satisfacen” sin excepción. No obstante, para ese volumen de producción la productividad marginal del trabajo es menor que el salario real y probablemente hay un incentivo para recortar el volumen de producción y el empleo. ¿Resultará ese incentivo en una restricción del volumen de producción? Una vez más, suponemos que los cambios en el mercado de trabajo no afectan la demanda agregada y que los ingresos de las empresas son suficientes para solventar sus diversos compromisos financieros.

Para reducir el volumen de producción, es necesario suponer que las empresas con ganancias generales adecuadas rechazarán órdenes y reducirán la producción, aunque las empresas admiten al margen pérdidas sobre las últimas unidades de ventas. Aduciendo consideraciones “deJacto”, una empresa estará poco dispuesta a alejar hoy clientes si con ello pone en peligro sus ventas de mañana. Más aún, si las empresas se encuentran en la situación ejemplificada por el punto E, emprenderán programas de inversión que les permitan un aumento de capacidad —el cual las llevará a satisfacer la demanda que por el momento conduce a Nex— con una productividad del trabajo superior a la existente.

Se puede conceder que el argumento según el cual los puntos C y E son equilibrios de menos y más que pleno empleo requiere alguna consideración. Sin embargo, su gran falla no gira en torno a lo que pasa cuando la economía está en el punto Co en el punto E. sino más bien en torno a saber si esos puntos son alcanzables: si los procesos desencadenados por un deslizamiento de la demanda de trabajo desde, por ejemplo, N_p hasta N_{def} lograrán un equilibrio en C. El proceso de desequilibrio tiene dos aspectos: uno, las reacciones del propio mercado y, dos, una retroalimentación a las curvas LM e IS del sistema de Hicks-Hansen. Una vez afectadas las curvas ISo LM, se plantea el problema de saber si ello conduce a un deslizamiento adecuado (equilibrador) en las curvas N_{def} o Nex— esto es, si la dinámica del propio mercado no puede llevar a la

economía de un desequilibrio inicial a un equilibrio pleno, ¿puede éste lograrse mediante una dinámica que incorpore interacciones entre los mercados?

El equilibrio pleno- la síntesis neoclásica

Una aportación clave de Keynes al estudio de los procesos de desequilibrio es la introducción explícita de la perspectiva de que los cambios que ese desequilibrio induce en un mercado particular pueden tener el mayor efecto en el mercado afectado inicialmente, afectando primero las condiciones de otros mercados; esto es, que la reacción ante el desequilibrio en un mercado puede inducir desequilibrios en otros mercados. Entonces se plantea el problema de saber si esas retroalimentaciones entre mercados conducen a un nuevo equilibrio o si el proceso de retroalimentación exacerba el desequilibrio inicial.

En un aislado mercado menor de la teoría de precios, un exceso de cantidad ofrecida por encima de la cantidad demandada a un precio determinado provocará una caída del precio en ese mercado. La reducción del precio será equilibrador en su propio mercado y no tendrá ningún efecto perceptible en otros mercados. Esa perspectiva constituye la racionalización para el análisis de equilibrio parcial. El modelo clásico considera así al mercado de trabajo aun cuando, en un mercado agregado como es el de trabajo, los cambios en el precio y en la cantidad provocados por el desequilibrio posiblemente tengan efectos importantes en otros mercados. El impacto de los cambios de un determinado mercado en otros mercados y las retroalimentaciones de otros mercados al mercado inicial, en combinación con las reacciones del propio mercado, definirán la trayectoria del sistema.

En el diagrama 2.5, partiendo de un equilibrio inicial en el punto A, un defecto de demanda reducirá primero el empleo para un salario determinado, produciendo un movimiento hacia el punto B. A continuación consideraremos el caso de una escasez de demanda;

si la condición inicial es un exceso de demanda, procede un argumento simétrico. En este punto, fuerza, es reconocer que, en una economía capitalista, el salario es un salario nominal y no real. Supongamos que el déficit de demanda provoca una reducción del salario real. Pero el nivel de precios está dado por los salarios nominales divididos entre la productividad: los precios tenderán a bajar junto con los salarios.

Los salarios nominales entran en la determinación del precio de dos maneras: como costo y como ingreso. La reducción de los salarios nominales mostrará tendencia a incrementar el volumen de producción que los empleadores quieran ofrecer a cualquier precio, pero esa reducción de salario nominal también hará bajar la cantidad que los trabajadores ocupados puedan comprar a cualquier nivel de precios. Iniciar una reducción salarial puede representar un trastorno por lo que toca a los salarios reales. El nivel de precios y los salarios nominales cambiarán en la misma dirección y esencialmente en la misma proporción. Una reducción del salario nominal puede ser una manera ineficaz de rectificar un desequilibrio entre los salarios reales y el empleo por la vía de las reacciones del propio mercado: una vez que ocurre el movimiento hacia el nivel de empleo dado por el punto B del diagrama 2.5, la economía puede estancarse allí.

Sin embargo, una caída de los salarios nominales y del nivel de precios afectará el valor real tanto del dinero —en que la cantidad de dinero se fija en términos nominales— como de las deudas. Si el dinero es sobre todo pasivo por depósitos bancarios, entonces ese dinero se compensará en gran parte con las tenencias de deuda privada de los bancos (denominada dinero interno). A cada ganancia real de un tenedor de dinero por la vía de la disminución de precios corresponde una pérdida real de algún deudor respecto del activo en propiedad del banco. El aumento en la carga real de la deuda privada a medida que baja el nivel de precios induce a los grupos privados a disminuir su deuda. De ese modo, a las reducciones en la cantidad de dinero nominal irá asociado un

proceso que lleva consigo reducciones de los salarios y de los precios nominales, sobre todo si la oferta monetaria es en esencia de la variedad interna. Sólo si suponemos que el comportamiento de los acreedores del banco se ve afectado, mientras que no lo es el de sus deudores, por esos cambios en el valor real de su activo o deuda se puede asegurar que el movimiento de salarios y de nivel de precios orientado a incrementar la cantidad de dinero del banco devaluada por el nivel de precios tenderá a afectar la demanda.

Sin embargo, hay una parte de la oferta monetaria que no compensa las deudas privadas con un banco: el efectivo en moneda o en reservas bancarias; el circulante de tesorería y, finalmente, las deudas de diversos tipos de la tesorería poseídas por los bancos e incluso, por extensión, aquellas en manos de grupos privados. (La moneda, el circulante de tesorería y la deuda de tesorería se denominan dinero externo.) En una deflación de precios, aumenta el valor real de esos activos.

El aumento en el valor real del dinero de propiedad privada, no compensado por una deuda privada, es una de las maneras en que el desequilibrio del mercado de trabajo afecta otros mercados y por tanto también el equilibrio que representa el diagrama IS-LM subyacente al diagrama del mercado de trabajo.

Una de las maneras en que el aumentado valor real del dinero afectará los mercados IS-LM es aumentando la cantidad real de dinero en el diagrama LM, es decir, desplazando a LM hacia la derecha. Cuando no hay la trampa de la liquidez, ese desplazamiento tenderá a reducir las tasas de interés, lo que a su vez puede incrementar la inversión y por tanto el ingreso. A lo cual se le llama a veces efecto "Keynes" éste puede dar paso a un deslizamiento "equilibrador" de la función de demanda de trabajo hacia el equilibrio definido por la intersección "clásica" de las curvas de oferta y de demanda de trabajo.

Sin embargo, el proceso quizás sea ineficiente. Una objeción al argumento, válida para cualquier demanda especulativa, consiste en que el nivel de precios descendente quizá aliente expectativas de que el descenso continúe. Lo que puede conducir a la esperanza de que los precios de los bienes de inversión descendentes bajen aún más. Como, en una situación caracterizada por Ndbf, los empresarios no sólo tienen una oferta potencialmente excesiva de trabajo -mo también una oferta excesiva real de bienes de capital, están en una posición adecuada para posponer la compra de bienes de inversión durante ese proceso deflacionario. Así, por lo menos en un principio, cualquier proceso que dependa de decisiones de inversión para el aumento de la demanda tal vez no se ponga en marcha mientras haya exceso de oferta

Una característica de los datos sobre consumo surgida a fines de los años treinta y principios de los cuarenta es que, aun cuando los datos de consumo cíclico parecen indicar una propensión media a consumir decreciente, los datos sobre consumo secular señalan que la relación de ingreso a consumo en esencia ha sido constante. Una explicación de esa propensión media al consumo constante consiste en que la riqueza real ha crecido junto con el ingreso y que «-se crecimiento compensa los aumentos en la tasa de ahorro que de otro modo acompañarían a los ingresos crecientes. Esto se ha interpretado como indicio de que la función de consumo de corto plazo o cíclico se desplaza hacia arriba a medida que se produce la acumulación. Suponiendo que un aumento en la riqueza nominal tenga el mismo efecto que un aumento en la riqueza real, proponemos una función de consumo con desplazamiento ascendente a medida que la deflación incrementa el poder adquisitivo real del dinero externo y de los activos financieros. Ese efecto del poder adquisitivo de activos monetarios sobre el consumo se denomina efecto "de balance real". -El supuesto, fundamental para la síntesis neoclásica, es que, a medida que ocurre la deflación, un aumento en la riqueza nominal tiene tanta fuerza como un aumento en la riqueza real por acumulación para reducir la parte de ingreso que se desea ahorrar. Ese efecto deflacionario del precio

desplazará la curva JS a la derecha en el plano (L, X) , elevando la demanda agregada.

Así, una deflación del precio tiene sobre la demanda agregada dos efectos que tienden a incrementar la demanda y uno que tiende a reducirla. Una deflación aumentará la cantidad real de dinero, reduciendo así las tasas de interés, elevará el poder adquisitivo real de la riqueza monetaria apropiada, disminuyendo así el ahorro y reducirá la inversión por la vía del impacto de las expectativas deflacionarias. En principio, el decremento potencial de la inversión es limitado: hay una tasa máxima de desinversión para cada nivel de uso de los bienes de capital. Más todavía, la consideración explícita de las expectativas desestabilizadoras es ajena al espíritu de la síntesis neoclásica. Debido a la trampa de liquidez, el impacto que aumentar la cantidad de dinero tiene en las tasas de interés también puede ser de fuerza limitada. Sin embargo, el impacto potencial de la reducción de precios en el ahorro es ilimitada. En principio, la función de ahorro puede ser "colocada" por ese proceso en tal situación que se consuma todo o más que todo el ingreso de ocupación plena. Por consiguiente, la introducción de la cantidad real de dinero en la función de ahorro da la seguridad de que la función de ocupación derivada de la recíproca de la función de oferta agregada puede ser "forzada" a pasar por la intersección de las funciones de oferta y de demanda clásica (punto A del diagrama 2.5). El equilibrio de ocupación plena queda garantizado por el proceso de deflación. Más aún, la desocupación sólo puede persistir si no provoca una disminución en los salarios nominales; esto es, los salarios nominales son viscosos.

El equilibrio obtenido desplazando la función de ahorro de modo que la demanda de trabajo, determinada mediante la inversión de la función de oferta agregada, sea igual a la ocupación de equilibrio en el mercado de trabajo, es un equilibrio pleno, en el sentido de que todas las funciones del modelo IS-LM son satisfechas al mismo tiempo que se satisfacen las condiciones del mercado de trabajo. Si el "impacto" inicial de un equilibrio pleno para una situación de

desempleo obedece a algún cambio en la oferta monetaria (que la oferta monetaria lo sea totalmente de dinero externo o que lo sea de una mezcla de dinero externo e interno, en que uno y otro componentes cambian en la misma proporción), entonces los resultados de la deflación del precio que hace volver el sistema al pleno empleo serán neutros —esto es, todos los valores reales del sistema permanecerán sin cambio— y prevalecerá el resultado de la teoría cuantitativa: que los precios cambian en proporción a la oferta monetaria.

Quienes desarrollaron esos modelos no consideran que la demostración de que la economía alcanzará el clásico equilibrio de pleno empleo determinado "tecnológicamente", por la vía de la deflación del precio cuando existe desocupación, signifique que ese debe ser el instrumento político escogido. Dentro de ese argumento subsiste la posibilidad de que una política monetaria y fiscal pueda corregir el déficit de la demanda agregada de manera más expedita que el proceso de deflación del precio. Aun cuando, en principio, el sistema se equilibra por sí solo, la trayectoria automática tal vez resulte difícil de seguir: podría llevar demasiado tiempo o ser inoperante a causa de las rigideces del salario. Así, una política fiscal y monetaria positiva de tipo keynesiano puede ser deseable aunque en principio no sea necesaria: la síntesis neoclásica permite preconizar una política de pleno empleo activo que concuerde con una creencia teórica en la naturaleza autoarmonizante de la economía. Aunque, por decirlo así, Keynes haya sido derrotado como científico y como economista teórico, el criterio de la síntesis neoclásica es que puede haber ganado la pugna como un sabio que ha escrito de manera útil y válida sobre política económica.

, Conclusión

El viaje a través de diversos modelos convencionales que incluyen elementos derivados de la Teoría general nos ha llevado a la posición según la cual esos modelos keynesianos son ya sea triviales (los modelos de función de consumo), ya sea incompletos

(los modelos IS-LM sin mercado de trabajo), inconsistentes (los modelos IS-LM con mercado de trabajo pero sin efecto de equilibrio real) o indiscernibles en cuanto a sus resultados de los antiguos modelos de la teoría cuantitativa (la síntesis neoclásica)- Ciertamente, el proceso equilibrador fiara la síntesis neoclásica implica cambios simultáneos e interactivos en diversos mercados. La síntesis neoclásica no es ingenua, pues en ella no se

plantea el equilibrio del mercado de trabajo y no se introduce el volumen de producción con pleno empleo determinado de ese modo en las relaciones de ahorro, de inversión y de dinero. Debido a que el proceso de desplazamiento de una posición de desequilibrio inicial a una posición de equilibrio implica reacciones entre mercados, ese proceso tal vez sea lento y, en diversos puntos de los mercados, quizás por razones institucionales, pueda reaccionar o no de una manera de-estabilizadora. En particular, un mercado de trabajo inactivo o rígido —tal vez a causa de la existencia del poder de los sindicatos— puede evitar que una oferta de trabajo excesiva conduzca a una reducción de los salarios nominales. De ese modo, se hace a la rigidez salarial responsable del desempleo; en el mundo neoclásico desaparece el desempleo involuntario.

Ese señalamiento de la pesadez o la rigidez del mercado de trabajo con respecto a los salarios nominales como responsable de los efectos negativos contrasta con el criterio de Keynes de que en caso de producirse, la flexibilidad del salario bien podría empeorar las cosas. Keynes no se basó en la naturaleza especulativa de la demanda de inversión, aunque reconocía que ésta era un factor mitigante contra la eficacia de la deflación del salario. También consideró el proceso mediante el cual se genera el dinero interno en el sistema bancario. La caída de los salarios, de los precios y de los flujos de efectivo hacia las empresas hará que la carga de la deuda crezca para quienes piden préstamos a los bancos durante la vida del empréstito. Una declinación de salarios y de precios tenderá a contrarrestar un proceso deflacionario de la deuda y reductor del dinero, que exacerbará el déficit inicial de demanda de trabajo, lo

cual significa que la flexibilidad del salario y del nivel de precios produce desequilibrio.

Ahora ya hemos llevado los enfoques convencionales basados en Keynes hasta donde los necesitábamos; en adelante consideraremos los aspectos olvidados o perdidos de la 'teoría general y demostraremos el modo en que esos aspectos conducen a un concepto enteramente distinto del proceso capitalista.

[1](#)

Hicks. "Mr Keynes and the 'Classics'". pp. 147-159.

³ P'aw Hansen, Siontlori Thtory aid Fútil TWú/.

' Patinkin, Matee. Inlerea, anj grúa, A, ef Menetar, l'alur Theay

[2](#)

Hicks, "Mr. Keynes and the 'Classics' pp. 147-159.

[3](#)

Ibid., P- 147.

[4](#)

UH . p 150. " IM , p 153. " p. 149

[5](#)

Wsv PhUlifM *'Tbe Relación between Unemployment arxJ ihe Role
oí Money

[6](#)

Raiei in lbe Uniied Kingclom, IÜ62 I957"

III. PERSPECTIVAS FUNDAMENTALES

Introducción

Tal COMO es formulada en la síntesis neoclásica, la interpretación que predomina actualmente sostiene que la Teoría general expone un modelo de equilibrio que no difiere en realidad mucho del que habría aceptado un sutil seguidor de Marshall en la época en que escribía Keynes. De acuerdo con este criterio, si lo que se considera el principal planteamiento no convencional de Keynes —que el subempleo duradero constituye un posible estado en una economía capitalista— resulta cierto, lo es porque se suponen empíricamente válidas ora las rigideces, sobre todo aquellas de los salarios dinero, ora algunas formas particulares de relaciones funcionales. Es idea común que la síntesis neoclásica —lograda cuando el efecto de balance real se introdujo en un marco keynesiano para asegurar que el equilibrio simultáneo de los mercados de dinero y de mercancías fuera consistente con el equilibrio del mercado de trabajo— estaba implícita en los argumentos prekeynesianos. Una vez introducido ese efecto de balance real, la teoría convencional demuestra que el mecanismo de mercado no es inherentemente defectuoso: los procesos de mercado lograrán y mantendrán el pleno empleo.

Más todavía, si surge y persiste el desempleo, debido a las rigideces, a la debilidad institucional o a los errores políticos, la teoría convencional sostiene que hay dos enfoques posibles de política. Según uno de ellos, el recurso razonable a la política monetaria y fiscal neutralizará las barreras hacia el pleno equilibrio o los errores que condujeron al desempleo. Según el otro, pueden efectuarse cambios en las características estructurales de la economía, para eliminar las . rigideces y las deficiencias responsables de que ocurran y persistan desviaciones desde' el pleno empleo.

Según ese criterio neoclásico, la aportación perdurable de Keynes radica sobre todo en el terreno de la política pública: sus argumentos hicieron intelectualmente respetable preconizar una intervención activa para guiar la economía. También se sostiene que, una vez tomado en cuenta el hecho de que algunos procesos de ajuste son lentos* la intervención de naturaleza agregada, esto es, la política monetaria y fiscal, estaba implícita en la economía clásica orientada, presumiblemente hacia el *laissez faire*.

Esa interpretación de sus argumentos fue repudiada de manera explícita por Keynes en su refutación a la reseña de Viner. Este sostenía que “en la moderna teoría monetaria por lo general hay que considerar la propensión a acumular, con resultados que en especie son sustancialmente idénticos a los de Keynes, como factor operante para reducir la ‘velocidad’ del dinero”.¹ En opinión de Viner, la teoría de Keynes es en esencia el modelo marshalliano al que se agrega una especificación precisa del modo en que se determina la velocidad. Similar a la de Viner es la interpretación de la Teoría general que hace Hicks en “Mr. Keynes and the ‘Classics’”, donde afirma que “su teoría [la de Keynes] es difícil de distinguir de las teorías marshallianas revisadas y modificadas que, como hemos visto, no son nuevas”.^{1 2}

La repulsa de Keynes a la interpretación de Viner no deja lugar a ambigüedades. Keynes escribió: “No puedo estar de acuerdo con la interpretación de Viner”; más aún, estaba “convencido de que los teóricos monetarios que tratan de abordarla [a la demanda de dinero] de esa manera [la de Viner] andan totalmente sobre la pista falsa” (QJE, p. 211).

En este y en los cuatro capítulos siguientes, propondremos una interpretación de la Teoría general como alternativa a aquella que condujo a la síntesis neoclásica. Esa alternativa concuerda con las ideas expresadas por Keynes en su refutación a Viner. La interpretación alternativa insiste en que Keynes elaboró una teoría para explicar el comportamiento de una economía capitalista

compleja en cuanto a sus instituciones financieras. Esa economía es inherentemente falible por ser irremediabilmente cíclica, esto es, esa economía capitalista no puede sostener el pleno empleo mediante sus propios procesos, y en una sucesión de estados cíclicos cada uno de ellos es transitorio, en el sentido de que se crean relaciones que transforman el modo en que se comportará la economía.

Una economía capitalista se caracteriza por la propiedad privada de los medios de producción y por la inversión privada. En una economía capitalista compleja, las instituciones monetarias y financieras determinan la manera en que se obtienen los fondos necesarios tanto para la posesión de partes de la existencia de bienes de capital como para la producción de nuevos bienes de este tipo. En una economía capitalista como la postulada por Keynes, hay carteras privadas, los bienes de capital reales son en esencia artículos equivalentes a activos financieros especulativos, y los bancos, definidos genéricamente como instituciones especializadas en finanzas, desempeñan una función importante. En la teoría de Keynes, la causa aproximada de la naturaleza transitoria de cada estado cíclico es la inestabilidad de la inversión; pero la causa más profunda de los ciclos económicos en una economía con instituciones financieras capitalistas es la inestabilidad de las carteras y de las interrelaciones financieras.

En esa parte de la Teoría general perdida para la economía convencional en su evolución hacia la síntesis neoclásica, Keynes propuso una teoría de inversión de las fluctuaciones en la demanda real y una teoría financiera de las fluctuaciones en la inversión real. La composición de cartera deseada y por tanto las relaciones financieras en general son más claramente las áreas de decisión en que las opiniones cambiantes acerca del futuro pueden afectar más rápidamente el comportamiento presente. Esa capacidad de respuesta es válida no sólo para unidades finales como las empresas y las familias sino también para instituciones específicamente financieras como los bancos comerciales, los

bancos de inversión, etc. Pero el futuro es incierto. Para comprender a Keynes es necesario entender su compleja idea acerca de la incertidumbre y la importancia de la incertidumbre en su visión del proceso económico. Sin la incertidumbre, Keynes es algo así como Hamlet sin el Príncipe.

En este capítulo seguiremos tres perspectivas acerca de la naturaleza de nuestro estudio, fundamentales para interpretar y comprender a Keynes. Son las perspectivas del entorno cíclico, de la incertidumbre y de la naturaleza de la inversión. Mientras que la economía clásica y la síntesis neoclásica se basan en el paradigma del trueque —cuya imagen es la de un maestro o artesano que comercia en un mercado de aldea—; la teoría keynesiana se apoya en un paradigma financiero especulativo, cuya imagen es la de un banquero que cierra sus natos en alguna Wall Street.

En los cuatro capítulos siguientes, esas perspectivas se usan para derivar una teoría keynesiana de la inversión y del comportamiento del sistema. Esa teoría subraya las determinantes financiera y especulativa de lo que ocurre.

La perspectiva del ciclo económico

Explicando por qué no puede aceptarse la interpretación de Viner sobre la preferencia por la liquidez, Keynes habla a partir de un marco de ciclos económicos. Empieza su argumento con la frase: “Cuando, como ocurre en una crisis. . .” (QJE, p. 211). Según ha expresado la profesora Joan Robinson, las rigideces no eran la explicación del desempleo:

El argumento de Keynes no era aquel que le han endosado los keynesianos

espurios: que las tasas de salario monetario son rígidas por razones institucionales. Era que, si los salarios pudieran reducirse durante una depresión, la inflación no sería sino empeorar. .³

La evidencia, de que es legítimo interpretar la Teoría general como una obra que trata de una economía que es cíclica en razón a sus instituciones esenciales se extiende a lo largo de todo el volumen. Hay referencias a los fenómenos cíclicos no sólo en el capítulo 22 de la Teoría general, que habla explícitamente de los ciclos económicos, y en la re-^{visión} a Viner publicada en The Quarterly Journal of Economics de febrero de 1937. sino de principio a fin en su libro. Cuando la Teoría general se lee desde la perspectiva de que la materia de que se trata es una economía capitalista compleja, cuyo pasado y cuyo futuro van acompañados de ciclos económicos, las referencias que ratifican una interpretación dentro de un contexto cíclico son evidentes dondequiera. Keynes escribió en el Prefacio:

Este libro, por otra parte, se ha convertido en lo que es: sobre todo, un estudio de las fuerzas que determinan los cambios en la escala de producción y de ocupación como un todo. . . una economía monetaria es, ante todo, aquella en que los cambios de opinión respecto al futuro son capaces de influir en el volumen de ocupación y no sólo en su dirección. [TG, p. 10.]

El primer párrafo del capítulo 22 dice:

Como creernos haber demostrado en los capítulos precedentes qué es lo que determina el volumen de ocupación en cualquier momento, podemos deducir, si estamos en lo justo, que nuestra teoría debe poder explicar los fenómenos del ciclo económico. [TG, p. 27II.]

Similarmente, al concluir su réplica a Viner, Keynes escribe: “Esta que ofrezco es por tanto una teoría sobre por qué el volumen de producción y la ocupación están tan sujetos a fluctuación” (QJE, p. 211).

Cuando la Teoría general apareció en 1936, el mundo vivía el séptimo año de la Gran Depresión. Aunque se había logrado una

apreciable recuperación desde el punto más bajo de 1933 y pese a que la serie de traumas y crisis financieros que caracterizaron los años 1929 a 1933 al parecer habían pasado, las tasas de desempleo seguían siendo altas. En Estados Unidos, no se habían vuelto a obtener los ingresos nacionales pico de fines de los años veinte. La economía mundial se mostraba lenta y estancada y, aunque aún vivo, el espíritu de empresa no era vigoroso.

^J Robinson, *Economic Heredity*, pp, 90-91; cursivas del autor.

La teoría económica convencional de la época —a la que Keynes llamaba escuela “clásica”— no había sido capaz de predecir el advenimiento de la depresión, de entender por qué se había producido, de explicar sus alcances y su duración, ni de ofrecer una guía política. ³ Desde el punto de vista de la teoría económica convencional de los años treinta, lo ocurrido en Estados Unidos en el periodo 1929-1933 era inexplicable. Keynes tomó aquellos acontecimientos del momento como punto de partida: su nueva visión iba a hacer de lo anómalo lo ordinario.

Obviamente, los economistas (tanto clásicos como disidentes), los publicistas y los políticos, habían dado explicaciones de la gran contracción al producirse ésta. La sobreinversión, el subconsumo, el endeudamiento excesivo, la resaca de una orgía especulativa, el sistema bancario de reserva fraccional, los errores del Banco Central, los sindicatos (virtualmente inexistentes en Estados Unidos), la resistencia de los trabajadores a la reducción de salarios, los bajos precios agrícolas y el quebranto en la confianza eran lo que especialistas y eruditos ofrecían como explicaciones de la Gran Depresión. Cada explicación unidimensional era refutada fácilmente; había descripciones precisas de los estadios y los períodos de los ciclos económicos, pero no estas bien integradas dentro de un sistema analítico general.

En la Teoría general, Keynes propuso un modelo capaz de explicar cada estado cíclico de una economía. Su modelo combinaba

aspectos de las diversas explicaciones unidimensionales en una estructura analítica multidimensional e integral:

Si examinamos los detalles de cualquier ejemplo real del ciclo económico, veremos que es muy complejo y que para su explicación completa serán necesarios todos y cada uno de los elementos de nuestro análisis. En particular, encontraremos que las fluctuaciones en la propensión a consumir, en estado de preferencia por la liquidez y en la eficiencia marginal del capital, han desempeñado su parte. 1777, p. 279.]

El ímpetu del subconsumo de la teorización cíclica quedó encerrado por la función de consumo: el endeudamiento excesivo y las imperfecciones del sistema monetario se atribuyeron a la preferencia por la li-

quidez, y el tema de la sobreinversión se incorporó en el programa de la eficiencia marginal del capital. Además, el estado de confianza, que estaba representado por un sutil análisis de la incertidumbre y las expectativas, se integró en la teoría como determinante de posición, como un "parámetro de desplazamiento" de las demás funciones. Diversos argumentos sobre la rigidez de los precios se tomaron en cuenta, reconociendo la relativa pesadez del salario y de otros costos, de suerte que el "numerario" natural o punto fijo en la determinación del nivel de precios fue la tasa de salario nominal..

La 'leona general no es una teoría del ciclo económico como tal sino, antes bien, una teoría de cómo se determina el estado transitorio del momento en una economía y de cómo se ve minada la solidez de esos estados transitorios. Cada estado vigente es resultado de interacciones entre un conjunto invariable de fuerzas de mercado representadas por la forma y por la posición de un reducido número de relaciones funcionales básicas. Más todavía, si pasamos por alto la introducción de la incertidumbre, que nunca fue formalizada en la misma medida que otras relaciones funcionales, es

posible poner cada una de las nuevas funciones introducidas por Keynes en una forma similar o análoga a una relación que aparece en las versiones formales de los modelos clásicos. Es decir que, una vez pasadas por alto la incertidumbre y las perspectivas cíclicas, lo que es una tarea bien difícil, la nueva teoría podía expresarse en términos de conceptos conocidos, primero modificados y luego reunidos en forma novedosa.

Sin embargo, los conceptos que se suelen ignorar o relegar en la interpretación de Keynes. la perspectiva cíclica, las relaciones entre inversión y financiamiento, y la incertidumbre, son claves para comprender la cabal importancia de su aportación. Una de las razones por las cuales abortó la Revolución Keynesiana tal vez sea que las nuevas ideas se plantearon dentro de un marco que utilizaba muchos de los conceptos teóricos tradicionales, y éstos tal vez se usaron porque el propio Keynes no había escapado por entero de las "formas habituales de expresión", de las que había advertido en su Prefacio (TG, p. 11). Una de las observaciones hechas en el argumento subsecuente es que el supuesto de que existía una curva de eficiencia marginal del capital con pendiente negativa tendía a oscurecer la importancia de la incertidumbre y de las variables del mercado financiero en el proceso de inversión. En particular, la expresión del nivel de precios de los bienes de capital en términos de las tasas de interés enturbiaba su mensaje con respecto a las determinantes de la inversión.

Las relaciones funcionales de la teoría general producen cada una de las posiciones de periodo corto, que se identificaron como equilibrios. Por su propia naturaleza, un equilibrio de corto plazo es transitorio. En el equilibrio de corto plazo en un mercado determinado, hay en proceso una acumulación o una desacumulación de capital, de suerte que, con el tiempo y si el proceso es ininterrumpido, se satisfarán las condiciones de la reserva de capital para un equilibrio en el largo plazo. En el equilibrio de largo plazo marshalliano no existen fuerzas económicas endógenas que provoquen nuevos cambios. Tanto los cambios de

población exógenos, las innovaciones y los cambios institucionales, como los acontecimientos políticos pueden afectar el equilibrio de largo plazo hacia el que tiende el sistema y sacar a la economía de balance, pero la visión marshalliana consiste en un sistema orientado hacia el reposo.

Toda referencia de Keynes a un equilibrio se interpreta mejor como referencia a un grupo transitorio de variables de sistema hacia el cual se orienta la economía; pero, contrastando con Marshall. a medida que la economía se desplaza hacia ese grupo de variables sistemáticas, se producen cambios determinados endógenamente que afectan el grupo de variables de sistema hacia el que tiende la economía. La analogía es la de un blanco en movimiento, que nunca se alcanza sino por un breve instante, en caso de alcanzarse. Cada estado, que sea de auge, crisis, deflación de la deuda, estancamiento o expansión, es transitorio. En opinión de Keynes, durante cada equilibrio de periodo corto, hay procesos en acción que "desequilibrarán" el sistema. La estabilidad no sólo es una meta inalcanzable, sino que siempre que se logra algo cercano a la estabilidad, se echan a andar procesos de desestabilización.

Keynes no concibió un modelo de equilibrio simple de dos estados (de corto y largo plazos) como el de Marshall. En el modelo de Keynes, el sistema es capaz de estar en uno de diversos estados, cada uno de los cuales lleva en sí el germen de su propia destrucción. Entre los estados de sistema que podemos distinguir están el auge, la crisis, la deflación, el estancamiento, la expansión y la recuperación. Cada uno de esos estados de sistema se menciona en la Soria general y cada uno de ellos se vincula a un estado anterior y a uno subsecuente. Cada estado de sistema está caracterizado por la forma (índice de elasticidad) y por la posición de las diversas funciones. Sin embargo, en la "Soria general" no hay consideración precisa de los estados de auge, de crisis, de deflación y de expansión. Esos estados de sistema están fuertemente determinados por el comportamiento financiero y, aunque se

sugieran, los detalles financieros de la economía no se investigan ni cabal ni sistemáticamente.

Las anteriores son tan sólo algunas de las dimensiones de los problemas abordados tanto en la Teoría general como en la refutación de Keynes a Viner y olvidados en la exégesis y los desarrollos convencionales de la economía keynesiana. Como resultado, la economía keynesiana convencional es un asunto truncado de dos fases en que, con un desfase mayor o menor, el equilibrio de ocupación menos que plena da un estado de estancamiento conduce a un equilibrio de ocupación plena. Puesto que el estado de ocupación menos que plena fue tanto el "nuevo" estado explorado en la Teoría general como algo especialmente importante respecto a la situación mundial vigente en aquel entonces, la idea errónea de que "la teoría general de la ocupación es la economía de la depresión"⁵ fue aceptada de manera muy general.

La sucesión cíclica de estados de sistema no siempre se presenta con claridad en la Teoría general. A decir verdad, hay dos conceptos distintos del ciclo económico, uno de ellos, como ciclo moderado que tal vez pueda identificarse con un ciclo de multiplicador-acelerador desalentado y otro como un ciclo "de auge y ruina" vigoroso. En el capítulo 18 (TG. pp. 217-224) Keynes esboza un modelo de ciclo económico moderado que muy bien podría ser el prototipo de los diversos modelos no explosivos de interacción multiplicador-acelerador. Tal como se describe, el ciclo económico se basa en un multiplicador moderado y en un futuro rendimiento de inversión moderadamente fluctuante. Se considera que ese modelo de multiplicador de inversión

basta para explicar los aspectos salientes de la experiencia real — es decir que oscilamos, evitando los extremos más graves de las fluctuaciones en la ocupación y en los precios en ambas direcciones, alrededor de una posición intermedia, apreciablemente por debajo de la ocupación plena y por encima del mínimo, ya que

un descenso por debajo de 11 pondría en peligro la vida (717, p. 224. |

El ciclo económico del capítulo 18 no muestra ni auges ni crisis.

En los capítulos 12 y 22, en la refutación a Viner y en observaciones a lo largo de toda la Teoría general se describe un ciclo vigoroso que sí tiene auges y crisis. Sin embargo, en ninguna parte de la Teoría general, ni en ninguno de los pocos artículos posteriores a ella en que Keynes explica su "nueva teoría, se definen o se explican adecuadamente el auge y la crisis. Los fenómenos financieros que, durante un auge, hacen posible aunque no inevitable una crisis, se sugieren pero no se examinan a fondo. Ésa es la laguna lógica, el eslabón perdido de la Teoría general, tal y como Keynes la dejó en 1937, luego de su refutación a Viner. La tradición interpretativa que conduce a la actual macroeconomía convencional se alejó del detalle financiero y por tanto de los estados de sistema de carácter más fuertemente financieros, es decir, el auge, la crisis y la deflación de la deuda. Con objeto de apreciar todo el potencial de la Teoría general como guía para la inten

' Hiele*. "Mr Keynes» «nd ihe 'Clasificación»", p 154. precación y la comprensión de) capitalismo moderno, debemos completa*- lo que Keynes abordó de manera fragmentaria e informal Aunque los auges y las crisis no se estudiaron de manera sistemática en la Teoría general, son elementos clave para nuestra comprensión del argumento de Keynes.

A decir verdad, la falta de una exposición explícita y precisa por parte de Keynes sobre los detalles de los auges y las crisis no debe impedimos emprender esa tarea. A principios de los años treinta, cuando se concibió la Teoría general, el gran derrumbe de Wall Street estaba en la memoria de todos: por eso, no se necesitaba una mención explícita y continua de la gran quiebra para hacer un planteamiento.

Luego de la primera Guerra Mundial y en gran parte debido al inapropiado regreso de la libra a su paridad de preguerra (a la que, como es bien sabido, Keynes se opuso). Gran Bretaña entró en un periodo de desempleo y estancamiento crónicos en sus minas y en sus fábricas. Aquel estancamiento de los años veinte resultaba fácilmente explicable dentro de la tradición clásica por la incongruencia entre el nivel de precios interno en libras y el precio de los bienes en libras expresado en dólares, a la equivalencia determinada por el tipo de cambio. El estancamiento de los años veinte en Gran Bretaña no hizo surgir la necesidad de una nueva teoría; para hacer que la antigua teoría fuera suficiente, todo lo que se necesitaba era reconocer que los salarios y la composición de la industria se ajustaban lentamente a circunstancias que habían cambiado de manera radical. En realidad, con la devaluación de la libra en 1931, Gran Bretaña disfrutó de algo semejante a un "pequeño auge", pese al desarrollo de la gran depresión mundial. El estancamiento de los años veinte podía explicarse convenientemente dentro de las viejas doctrinas; el ensayo "Las consecuencias económicas del Sr. Churchill",* en que Keynes hablaba del regreso de la libra a su paridad de preguerra, se hallaba dentro de la tradición clásica.

Así, la anomalía que hizo surgir la nueva teoría fue la gran quiebra de Wall Street con sus consecuencias. El periodo en que se gestó el Tratado sobre el dinero fue la época de estancamiento crónico en la Gran Bretaña y esta obra se halla dentro de la tradición clásica. El periodo en que se gestó la Teoría general fue la época de la Gran Depresión, provocada por una crisis seguida de un proceso de deflación de la deuda, primero en Estados Unidos y luego a escala mundial. Sin embargo, Keynes no ofreció explicación o teoría alguna sobre la crisis. A fin de completar su perspectiva, debemos llenar esa laguna: la teoría de

Keynes. *Ensayos en Economía*. pp. 202-230.

Keynes es incompleta sin un modelo de la generación endógena de auge, de crisis y de deflaciones de la deuda.⁴

La incertidumbre

La descripción de la incertidumbre y el proceso de toma de decisiones en circunstancias de incertidumbre fueron objeto del interés intelectual de Keynes por mucho tiempo. El trabajo "Un tratado sobre probabilidad" —publicado en 1921— por espacio de quince años. Esta obra presenta "argumentos que . . . son racionales y aspiran a tener cierto peso sin pretender estar en lo cierto".⁵ Más aún, Keynes dice allí que hay "diversos grados de credibilidad racional de una proposición que los distintos grados de conocimiento nos tutorizan a considerar".⁶ En esa obra, Keynes distingue entre la probabilidad de una proposición y el peso que se le concede; por ejemplo:

A medida que aumenta la evidencia pertinente de que disponemos, las magnitudes de la probabilidad del argumento pueden reducirse o aumentar, según que el conocimiento fortalezca la evidencia desfavorable o favorable, aunque en ambos casos algo parezca haber aumentado. . . a medida que la disponibilidad de nueva evidencia aumenta el peso de un argumento.⁷

En Un tratado sobre probabilidad, el criterio de Keynes era que el grado de credibilidad racional, o de probabilidad, vinculado a una proposición, a, estaba condicionado por la evidencia, b, una proposición de probabilidades se escribía como a/b . Aunque en algunos casos simples; como los eventos que tienen lugar en una mesa de juego honrado, se puede asignar a a/b un valor numérico preciso si se entienden las circunstancias objetivas, de suerte que $0 \leq a/b \leq 1$; en otros casos, más frecuentes en el mundo y más acordes con la economía, los criterios objetivos, en los que pueden concordar observadores especializados, no conducen en absoluto a ese valor numérico preciso. Sin embargo, en los casos en que no se puede asignar de manera objetiva ningún valor numérico preciso, es

necesario tomar decisiones. Y se toman como si se pudiera hacer alguna asignación objetiva de probabilidades; esas probabilidades asignadas en ausencia de conocimiento suficiente podrían llamarse "probabilidades subjetivas". Establecidas con base en un conocimiento insuficiente, éstas se hallan sujetas a cambios rápidos y considerables; por eso, los procesos que obedecen a decisiones apoyadas en esa clase de estimaciones pueden cambiar tanto rápida como tajantemente.

En opinión de Keynes, además de la probabilidad asignada a una proposición condicional sobre bases objetivas o bien subjetivas, en la toma de decisiones interviene otro factor subjetivo. Se trata del peso o de la confianza con que la probabilidad establecida se usa como guía de la acción o de la decisión. En Un tratado sobre probabilidad, Keynes consideraba que una evidencia mayor aumentaba el peso o la confianza concebidos a una proposición. Pero, en el contexto de los problemas económicos abordados en la Teoría general, respecto a decisiones sobre el futuro por parte de familias, de empresas o de bancos, acontecimientos como las crisis pueden disminuir radicalmente la confianza que se tiene en determinada visión del mundo. Los acontecimientos que se producen pueden cambiar las distribuciones de probabilidades subjetivas atribuidas a acontecimientos futuros y aumentar o reducir la confianza con que se sustentan los criterios.

No es esencial para el argumento definir si el esquema de doble decisión propuesto por Keynes en Un tratado sobre probabilidad — estimaciones subjetivas de las probabilidades pertinentes y asignación independiente de peso a la evidencia— sea una manera adecuada de llegar a tomas de decisión en condiciones de incertidumbre. El problema tal vez se pueda enfrentar mejor mediante algún esquema alternativo, como la suposición de distribuciones de probabilidades subjetivas variables y de cambios en las funciones de preferencia con respecto a la incertidumbre. Lo esencial, e incluso fundamental, para cualquier interpretación de Keynes es reconocer que abordó tanto los problemas de opción

económica en que interviene el tiempo (y por tanto la incertidumbre), como el comportamiento de una economía en que esas opciones son importantes, con un marco filosófico complejo para el examen de las decisiones tomadas con base en un conocimiento imperfecto, y que ese marco intelectual se reflejó en su economía. Por lo demás, Keynes sostenía que no había modo de sustituir esa incertidumbre con equivalentes de certidumbre, además de que las proposiciones probabilísticas pertinentes y el peso que se les asigna cambian no de manera caótica o impredecible, sino de modo consistente como respuesta a los acontecimientos.

La toma de decisiones en situación de incertidumbre, que Keynes había abordado en *Un tratado sobre probabilidad*, es medular en la Teoría general. En su refutación a Viner, Keynes se apoyó en la distinción

de sus criterios sobre la incertidumbre de aquellos de sus maestros y colegas* Marshall, Edgeworth y Pigou. Caracterizó a sus ideas por sostener que

en cualquier momento dado se suponía que los hechos y las expectativas temporales estaban dados en forma definida y calculable; y se consideraba que los riesgos, de los cuales, aunque admitidos, no se tenía debida cuenta, podían ser objeto de una exacta computación actuarial. Pese a que su mención se mantenía como trasfondo, se suponía que el cálculo de probabilidades podía reducir la incertidumbre al mismo estado calculable que el de la propia certidumbre [Q/£, pp. 212-213.]

Luego, Keynes definía lo que quería decir con conocimiento "incierto"¹:

Permítaseme explicar que, con conocimiento "incierto", no quiero simplemente distinguir lo que se conoce como cierto de lo que sólo es probable-. En este sentido, el juego de la ruleta también está sujeto a la incertidumbre-, ni tampoco lo está la perspectiva de que se emita

un bono de la Victoria. Asimismo, la esperanza de vida es sólo ligeram* rite incierta. Incluso el clima es apenas moderadamente incierto. El sentido en que utilizo esa palabra es aquel en que la perspectiva de una guerra europ* u < a incierta, o en que lo son el precio del cobre y la tasa de interés de aquí a veinte años. *.- la obsolescencia de un nuevo invento, o bien la posición de los dueños de la riqueza privada en el sistema social de 1970 Al respecto no hay base científica sobre la cual se forme una probabilidad calculable, cualquiera que esta sea. Simplemente no lo sabemos. Y sin embargo, la necesidad de acción y de decisión nos impulsa, a los hombres prácticos, a hacer todo lo posible por pasar por alto ese embarazoso hecho y a comportarnos exactamente como lo haríamos si, respaldándonos, hubiera un buen cálculo benthamita de una serie de ventajas y desventajas futuras, cada cual muy tipificada por su apropiada probabilidad en espera de ser sumada. (Q/E. pp. 213-214.)

De tal suerte, el uso de equivalentes de cenidumbre —tan apreciados por los académicos— es, para los hombres prácticos, una convención a la que se puede alabar, pero que se abandona cuando surge la evidencia incompatible con ese cortés convencionalismo.

1*11

Ante la incertidumbre y "la necesidad de acción y de decisión" (QJE. p. 214), pensamos en convencionalismos, suponemos que el presente es una "guía útil para el futuro", suponemos que las condiciones actuales del mercado son buenas guías para los mercados futuros y "nos proponemos adecuarlos al comportamiento de la mayoría o del promedio" (QJE, p. 214). Dadas esas endeble bases, la «...ión del futuro "está sujeta a cambios repentinos y violentos" (QJE, pp. 214-215). "Todas esas técnicas lindas y corteses, hechas para una sala de consejo con paredes de buenos tableros y para un mercado agradable-mente regulado, están expuestas a venirse abajo" (QJE. p, 215).

Así. la incertidumbre interviene y atenúa la importancia de las funciones de producción y las funciones de preferencia estable de la teoría convencional como determinantes de) comportamiento de un sistema. La incertidumbre interviene marcadamente en la determinación del comportamiento en dos puntos; en las decisiones de cartera por parte de las familias, las empresas o las instituciones financieras, y en los criterios sustentados por las empresas, por los dueños de bienes de capital y por los banqueros ante las empresas, respecto de los rendimientos futuros de los bienes de capital.

Al interpretar La Teoría general deberá tenerse presente que Keynes primeramente fue autor de Un tratado sobre probabilidad.

LA INVERSIÓN Y EL DESEQUILIBRIO

En la refutación de Keynes a Vinel, la demanda efectiva, que es fluctuante, está formada por dos componentes: el consumo y la inversión. El "volumen de bienes de consumo que es redituable producir. . . está vinculado por la fórmula del multiplicador. . . al volumen producido de bienes de inversión" (QJE, p. 220), de suerte que "la Teoría se puede resumir diciendo que, dada la psicología del público, el nivel de producción y de empleo en general depende del volumen de inversión" (QJE, p. 221) La teoría de Keynes es una teoría de inversión del ciclo, en que el consumo se considera en un principio como determinante de un amplificador pasivo, de tal suerte que las fluctuaciones agregadas están determinadas por las fluctuaciones de la inversión.

La escala de inversión fluctuará por

razones enteramente distintas a) de aquellas que determinan la propensión del individuo a abarcar parte de un ingreso determinado y b) de las condiciones de capacidad técnica de apoyo a la producción, que hasta ahora se ha alumbrado considerar como la principal influencia que rige la eficiencia marginal del capital [QJE. p 218.)

Las variaciones en el ritmo de inversión, que constituyen las causas aproximadas de las fluctuaciones, no obedecen a variaciones en la productividad técnica del capital ni a la frugalidad de las familias. Incluso si la productividad técnica y la frugalidad lucran perfectamente definidas y estables, la inversión seguiría estando sujeta a fluctuaciones.

Las "razones enteramente distintas" giran en torno a las preferencias de cartera, a las condiciones de financiamiento y a la incertidumbre. La economía keynesiana difiere de la economía clásica en

que integra en un modelo del comportamiento de un sistema a la incertidumbre inherente a una economía capitalista descentralizada, en que cada hogar y, lo que es más importante, cada empresa (incluso los bancos y otras instituciones financieras) toma tanto decisiones de cartera intertemporales como decisiones sobre ingresos contemporáneas. Como resultado de dar explícitamente cabida al tiempo, disminuyen la importancia de la función de producción en la determinación de las características del volumen de producción, de la inversión y de la distribución del ingreso en la economía, y al mismo tiempo la importancia de la idea de equilibrio.

Para Keynes, la evaluación subjetiva de las perspectivas para un horizonte temporal es la base aproximada más importante para las decisiones sobre inversión y cartera, y esas estimaciones subjetivas son cambiables^ Antes que nada, "los hombres de negocios jugaban un juego que era una mezcla de habilidad y suerte, cuyo resultado medio para los jugadores es desconocido para quienes participan en él" (fZG, p. 137). Sin embargo, tanto los hombres de negocios como los dueños de la riqueza deben tomar decisiones. Como resultado del efecto que la necesidad de tomar decisiones en circunstancias de conocimiento imperfecto tiene sobre el comportamiento, la inversión de los emprendedores puede ser variable, aunque las relaciones de producción permanezcan estables. Los efectos de la incertidumbre así como de las carteras

cambiantes sobre las carteras deseadas pueden ser tales que el equilibrio hacia el que tiende el sistema no sólo cambie siempre sino que además lo haga rápidamente. De ese modo, el comportamiento de la economía se caracteriza más por las tendencias al equilibrio que por un equilibrio ya alcanzado. Como economía del desequilibrio, la economía keynesiana es la economía del desequilibrio permanente.

IV. EL FINANCIAMIENTO CAPITALISTA Y EL PRECIO DE LOS BIENES DE CAPITAL

Introducción

LA MANERA más directa en que la incertidumbre afecta el funcionamiento de una economía capitalista es actuando sobre la estructura financiera, ejemplificada por las carteras vinculadas entre sí de las diversas unidades. Por su propia naturaleza, una cartera consistente de los activos que se poseen o se controlan y por las obligaciones, incluye la existencia de unidades de decisión en una posición presente que refleja criterios del momento y del pasado tanto acerca de las perspectivas de unidades particulares como de toda la economía. En el Libro Cuarto de la *Teoría general*, “El incentivo para invertir”, Keynes expone el modo en que las relaciones financieras afectan la demanda. Lamentablemente, su exposición acerca de las finanzas y las carteras tanto como del modo en que éstas se vinculan al precio de los bienes de capital y al ritmo de inversión, es confusa. Ocurre así en parte por haber él elegido suprimir el precio de los bienes de capital en su planteamiento de la función de preferencia por la liquidez. En vez de introducir explícitamente el precio de los bienes de capital y los plazos de préstamos en dinero en su exposición sobre las carteras, Keynes expresó su argumento en términos de tasas de interés. Más todavía, en su discusión clave sobre la determinación del precio relativo de diferentes bienes de capital y activos financieros, Keynes retrocedió desde la

perspectiva cíclica predominante en el resto del libro hasta la de crecimiento en equilibrio. Como resultado de esos errores, toda la fuerza de su razonamiento se oscureció y se perdió para la obra interpretativa siguiente.

En este capítulo empezaremos con una visión general de las relaciones financieras capitalistas en términos de flujos de efectivo, estudiaremos la función de preferencia por la liquidez sin suprimir los precios de los bienes de capital y examinaremos el modo en que se vinculan la evaluación de activos y el financiamiento de posiciones.

LOS FLUJOS DE EFECTIVO Y LA DEMANDA MONETARIA

En una economía capitalista, una manera de caracterizar a cualquier unidad económica es mediante su cartera: el conjunto de activos físicos y financieros que posee y los pasivos financieros por los que está comprometida. (Los contratos de alquiler y renta son obligaciones y activos financieros; como los bonos, producen flujos de efectivo.) En principio, los activos que se poseen son negociables y la unidad puede asumir nuevas obligaciones financieras.

Cada unidad económica toma decisiones de cartera. Una decisión de cartera tiene dos aspectos interdependientes. El primero se vincula a cuáles activos deben tenerse, administrarse o adquirirse; el segundo se vincula al modo en que la posición en esos activos — esto es, la propiedad o el control sobre ellos— ha de financiarse. En la terminología que usa Keynes, tanto los activos como las obligaciones son anualidades: dan lugar a cobros o gastos de efectivo durante un futuro lapso, fijo o variable. En lenguaje actual, los activos y los pasivos dan lugar a una secuencia fechada de flujos de efectivo previstos, esto es, a cobros o pagos de efectivo.

Los diversos activos y pasivos difieren en la naturaleza de los flujos de efectivo que ocasionan. Los flujos de efectivo por cualquier activo o cualquier pasivo pueden tener fecha determinada o ser a la

vista o contingentes; pueden ser incondicionales o depender de la marcha de la economía; también pueden asociarse a la propiedad o al uso de un activo, o a la adquisición o la venta de éste. En una economía capitalista moderna, es grande la variedad de pagos en efectivo. Todos los tipos de pagos de factor, salarios, rentas, intereses y ganancias son flujos de efectivo. También lo son los impuestos y los pagos de transferencia, los pagos por producción final o intermedia y los pagos sobre instrumentos financieros.

Los flujos de efectivo también varían en su seguridad. Los flujos de efectivo que una planta especializada de productos químicos genera para la compañía que la posee y la opera, dependen de los ingresos de los costos determinados por el mercado. A su vez, éstos dependen del modo en que la compañía opera como empresa dentro de su industria, del modo en que funciona la industria y de lo bien o lo mal que funcione la economía. Más aún, en principio, un activo como esa planta de productos químicos puede generar un flujo de efectivo por venta total. La venta total de una planta en marcha especializada en productos químicos tal vez sea rara aunque, tomando en cuenta las transacciones que involucran transferencias de compañías afiliadas en operación, esos usos de activos físicos para allegarse efectivo no lo es tanto como para menospreciar tal contingencia en la evaluación de activos. En el periodo posterior al desplome de la manía de conglomerados

de los años sesenta en Estados Unidos, muchos conglomerados se allegaron efectivo o redujeron sus compromisos de efectivo despojándose de sus subsidiarias. Más aún, existen opciones menos radicales a las ventas de activos. El efectivo se puede obtener dando en garantía o hipotecando bienes de capital poseídos mas. previamente libres de gravamen y, en una economía cuya compleja estructura financiera incluya corporaciones conglomeradas y sociedades inversionistas controladoras, es posible allegarse efectivo dando como garantía o vendiendo acciones comunes de una subsidiaria en operación.

Los flujos de efectivo que una unidad propietaria puede generar por venta o por hipoteca de activo tangible en operación —como una planta de productos químicos— están sujetos a un alto grado de variabilidad. En cualquier momento, la cantidad de dinero que puede obtenerse mediante esas transacciones depende de los criterios, tanto de otros operadores actuales o potenciales de plantas químicas como de banqueros especializados en comercio o bien en inversión, acerca de la capacidad de la planta química de que se trata para generar flujos de efectivo con la misma o con otra administración, dentro del medio económico previsto. El bienestar de una empresa de negocio ordinaria no sólo depende del comportamiento del mercado en cuanto a su volumen de producción y de las condiciones en que pueda contratar insumos, sino también del comportamiento de los mercados financieros, respecto a los términos en que pueda obtener préstamos, vender activo; o emitir acciones.

En contraste con el carácter condicional de los flujos de efectivo que una planta química puede generar si es vendida o si es operada, aquellos que genere una deuda del tesoro —como un certificado de la tesorería— cuando se satisfacen las condiciones del contrato, están garantizados en términos nominales: sabido es que, más allá de toda duda razonable, el compromiso del gobierno especificado en el instrumento será honrado. Más aún, en una economía capitalista avanzada cualquier deuda del tesoro, y en particular los valores de corto plazo emitidos por la tesorería, cuentan con un mercado amplio, intenso y elástico, es decir que hay muchos dueños, que el volumen negociable es grande y que el precio del instrumento se recuperará de los cambios de precio debidos a cualquier exceso de oferta o de demanda de poca duración en los mercados. En una venta rápida, un poseedor de un instrumento de adeudo a corto plazo de la tesorería puede obtener efectivo por cerca del valor nominal. Para obligaciones de la tesorería a plazo más largo intervienen en la decisión de poseerlas elementos especulativos o conjeturales, aunque esté garantizado el cumplimiento de los términos del contrato. Lo cual ocurre porque los

cambe ■- n el nivel de precios pueden afectar el poder de compra d e los flujos Je efectivo, y porque el precio de mercado de un instrumento a plazo

más largo reflejará en todo momento las tasas de interés corrientes del mercado con vencimiento apropiado.

El efectivo —el dinero mismo— es un activo singular y especial desde el punto de vista de los flujos de efectivo y de un mundo de compromisos financieros complejos. A diferencia de las cuentas de ahorros y de las obligaciones de la tesorería, el dinero es un activo financiero que actualmente no produce a sus poseedores flujos de efectivo netos. Que el dinero y otros activos financieros fijados en términos nominales puedan subir de valor rea) con la baja de los precios de la producción no viene al caso a estas alturas del argumento. El único valor especial del dinero es que, en la forma en que existe, puede usarse para efectuar pagos en efectivo Si se necesita hacer un pago y la unidad que debe pagar posee valores de la tesorería, casi siempre éstos deben venderse para que el producto pueda usarse y efectuar el pago necesario Poseer dinero elimina la necesidad de esa transacción, es conveniente poseer “bienes en el mismo patrón en que vencerán las obligaciones venideras” (7U, p. 210)

En un mundo con deuda privada denominada en dinero, éste es un bien seguro para cumplir con esos compromisos El dinero siempre tiene un mercado rápido, pues aquellas unidades con compromisos de pagar dinero deben desarrollar actividades destinadas a obtenerlo. El dinero no es un bien con valor invariable respecto al ingreso, ya que puede variar el nivel de precios de la producción corriente. Más todavía, el valor del dinero en términos de otros bienes, incluso del capital real, no es invariable: el precio en dinero de activos reales y financieros está sujeto a cambios. El dinero tiene valor invariable sólo respecto a contratos en dinero y a compromisos de pago denominados en dinero, independientemente de que esos

compromisos obedezcan a deudas, a impuestos o a transacciones corrientes.

Una vez que las interrelaciones financieras se consideran de vital importancia como determinantes del modo en que funciona una economía, el dinero y el sistema monetario constituyen el punto de partida natural de la teoría económica. La importancia especial del dinero en una economía capitalista no obedece al hecho de que sea el medio de pago. El dinero es un medio de pago en una economía socialista, pero no representa una variable clave en la determinación del volumen de producción, del empleo, de la inversión y de los precios, porque una economía socialista carece de las interrelaciones financieras de una economía capitalista. La especulación en torno al valor de los bienes de producción es característica de una economía capitalista, no una socialista. El paradigma adecuado de una economía capitalista no es una economía de trueque; el paradigma pertinente es un sistema con una City o una Wall Street donde la posesión de bienes tanto como las transacciones corrientes se financian con deudas.

Sólo condicionalmente es cierto que

«el rasgo característico de una economía monetaria es que a algunas mercancías» (en este contexto a todas salvo a una) se les niega un papel como medio de pago potencial o real- Para expresar la misma idea en forma de aforismo: El dinero compra bienes, los bienes rompen el dinero para comprar bienes ⁸

Este aforismo de Clower no toma en cuenta el rasgo distintivo respecto al papel del dinero en una economía capitalista. En un mundo de pasivos financieros privados que se usan para, lograr el control o la propiedad de los bienes, esos pasivos financieros constituyen lo que "compra" los bienes de capital. El titular de un depósito bancario financia indirectamente alguna posición en bienes de capital.

Los pasivos financieros' privados dan lugar a compromisos de flujo de efectivo. El efectivo para solventar las obligaciones de las familias y las empresas de negocios por lo general fluirá de sus operaciones productoras de ingresos, como los salarios, el producto de las ventas y las ganancias brutas. La posesión de dinero —y de activos financieros que son cuasi dinero, esto es, cuentas de ahorros, certificados de depósitos, etc:— sirve de "seguro" contra un colapso de la economía o los mercados particulares, vale decir, cuando los flujos de efectivo provenientes de operaciones o la capacidad de allegarse efectivo mediante transacciones financieras son insuficientes para satisfacer las necesidades.

Por lo demás, la economía contiene unidades financieras, como los bancos y las compañías de seguros, cuyo funcionamiento normal exige que reciban efectivo tanto por el cumplimiento de las condiciones de los contratos financieros que poseen como por la venta, en mercados financieros bien obrantes, de los activos financieros que poseen o de sus propios pasivos de reciente creación. Para esas unidades financieras, tanto como para las familias y las empresas, la posesión de efectivo actúa como seguro contra las deficiencias de ingresos de efectivo debidas al incumplimiento de los contratos que poseen o al mal funcionamiento de los mercados financieros en los cuales venden bienes o contratan empréstitos.

Las ecuaciones de demanda monetaria o de preferencia POR LA LIQUIDEZ

En una economía con relaciones financieras complejas y desarrolladas, el conjunto de transacciones propias para determinar la demanda

monetaria es mucho mayor que el conjunto de transacciones en bienes vinculadas al ingreso final, y que la teoría cuantitativa convencional pone de relieve. Entre las transacciones apropiadas se

cuentan los compromisos de pago de efectivo especificados en instrumentos financieros y la adquisición, la venta y el financiamiento de posiciones en activos. Esos usos adicionales del dinero en un mundo de . incertidum-hre son la base de la doctrina de Keynes sobre la preferencia por la liquidez.

La manera en que Fisher plantea la ecuación de cambio fundamental de la teoría cuantitativa, $MV = PT$ (M = dinero, V = velocidad, P = nivel de precios y T = transacciones), donde T incluye a todas las transacciones en que se usa o se exige dinero como pago, puede captar mejor los aspectos financieros del uso del dinero que la "forma Cambridge" de presentar la ecuación de la teoría cuantitativa como, $M_d = kPO$ (M_d = demanda de dinero, k = proporción del ingreso demandado en dinero, P = nivel de precios del volumen de producción final y O = volumen de producción final real). La ecuación de Fisher enteramente desarrollada, en que $E_{Af}/J^7/ = IZPjTj$ (que da cabida a i diferentes volúmenes y velocidades del dinero, y aj diferentes niveles de precios y tipos de transacciones), puede atraer la atención hacia transacciones que no sean de mercancías. La ecuación de Fisher en su ropaje de ingreso, $MV = PO$, y la forma Cambridge expresada a la manera habitual, $M = kPO$, se limitan a subrayar la vinculación de la demanda monetaria con la demanda de volumen de producción final. Ambas formas vinculadas al volumen de producción pasan por alto el efecto de las transacciones financieras sobre la demanda monetaria.

En la Teoría general, Keynes distingue entre las transacciones, precautorias, y los motivos especulativos para tener dinero. Su formación lo hace partir de la formulación de Cambridge, en cuya interpretación considera que se subrayan los motivos para tener dinero. El motivo de las transacciones es tanto "salvar el intervalo entre la compra y la realización" (TG, p. 176) como "cerrar el intervalo entre el momento en que se incurre en costos de negocios y a,quel en que se reciben los productos de las ventas" (TG, p. 176). Explicando el motivo precautorio, Keynes subraya la importancia de conservar "un activo cuyo valor es fijo en términos monetarios para

responder a una obligación fijada en dinero” (TG, p. 176). Cuando habla por primera vez del motivo especulativo para tener dinero, lo describe como debido al “propósito de conseguir ganancias por saber mejor que el mercado lo que el futuro traerá consigo” (TG, p. 154). En la Teoría general, Keynes no se apegaba totalmente a esa directiva de su definición de motivo especulativo, subrayando que conseguir ganancias mediante la especulación implica el aumento (o la disminución) del precio de los bie-

nes. La demanda especulativa fundamental de dinero gira en torno a la medida en que se piden préstamos para financiar posiciones en bienes cuyo precio está sujeto a variación; tanto como las condiciones de los préstamos en dinero, esos precios esperados de los bienes constituyen las determinantes de la demanda especulativa de dinero.

Keynes expresó la demanda de dinero como

$M = M_v + M_z = Z_i(L) + L_2(r)$ [TG, p. 179] -(1) donde L_j es la función de liquidez correspondiente a un ingreso Y “y L_z es la función de liquidez de la tasa de interés r ” (TG, p. 179). En esa fórmula L_i reflejaba los motivos transaccionales y L_z el motivo especulativo. Keynes suprime aquí el precio esperado de los bienes de capital como determinante de la demanda monetaria especulativa. Nuestro argumento consiste en que es necesario introducir de manera explícita el nivel de precios de los bienes de capital, P_k , como determinante de la demanda monetaria, de manera que los cambios en la cantidad de dinero, que conducen a un movimiento a lo largo de una función de preferencia por la liquidez, o los cambios en la incertidumbre o en las expectativas de especulación, que condujeron a un desplazamiento en la función de preferencia por la liquidez, puedan afectar el precio de los bienes de capital.

De ese modo, debemos escribir

$$M = M_i + M_z = L_i(Y) + L_2(r, P_k) \quad (1)$$

donde la tasa de interés r se restringe ahora a la tas. i sobre préstamos en dinero. En esta formulación, si M está dado, la demanda monetaria especulativa puede actuar como determinante del nivel de precios de los bienes de capital.

A partir de la definición que da Keynes del motivo precautorio para la demanda monetaria, en una economía en que el monto de la deuda privada pendiente puede hallarse en diversas relaciones con el ingreso, la demanda, monetaria debe- expresarse como

$M = M_i + M_z + M_3 = L_i(L) + L_z(r, P_f) + L_s(T)$ (2) donde L_3 es el motivo precautorio debido a los compromisos financieros privados pendientes, F . Si lo deseamos, podemos integrar en esa formulación la demanda de financiamiento, a la que Keynes reconoció importancia en respuesta a Ohlin. De esa suerte, F aumentaría a medida que aumentara 'la inversión planeada o ex ante? reflejando

² Keynes, "Alternative Theories of the Rate of Interest", pp. 241-252, y Keynes, "The 'Ex-Ante' Theory of the Rate of Interest", pp. 663-669.

la demanda precautoria de balances de efectivo por aumentar los compromisos de pago futuros, debido al aumento en la actividad de inversión.

Más todavía, algunos instrumentos a los que podemos llamar cuasi dinero, NM , satisfacen la demanda de seguridad y la demanda precautoria de dinero. Por consiguiente, podemos afirmar que la demanda monetaria neta es

$$M - M_i + M_i + M_i = L_i(r, P_x) * L_3(F) - L^{NM} \quad (3)$$

donde L_i es el efecto de la liquidez sobre el cuasi dinero NM .

En la ecuación 1 tenemos que, para un volumen determinado de dinero, cuanto mayor sea el ingreso, mayor será también la tasa de interés. En la ecuación 1' tenemos que, para un volumen de dinero dado, cuanto mayor sea el ingreso, mayor será también la tasa de interés y menor el precio del capital, si el movimiento se efectúa a lo largo de una función de preferencia por la liquidez. Pero si se interpreta el mayor ingreso como un aumento de la seguridad del ingreso proveniente de la propiedad de bienes de capital, entonces la función de preferencia por la liquidez será desplazada, de suerte que, para un volumen de dinero dado, cuanto mayor sea el ingreso, mayores serán también la tasa de interés y el precio de los bienes de capital.

En la ecuación 2 tenemos que, para un volumen de dinero y un nivel de ingreso dados, cuanto mayor sea F , la cantidad de compromisos financieros privados vencida, mayor será también la tasa de interés y menor el precio de los bienes de capital. En la ecuación 3, cuanto mayor sea el volumen de cuasi dinero —esto es, cuanto mayor sea la cantidad de depósitos de ahorros y de bonos de ahorro— para un volumen dado de dinero, de ingreso y de compromisos financieros, incluyendo el ritmo planeado de la inversión, menor será la tasa de interés y mayor el precio de los bienes de capital.

Con la introducción del cuasi dinero damos entrada, por la vía de las instituciones cuyas obligaciones son cuasi dinero, a una determinación endógena del volumen de dinero efectivo. Puesto que la creación de ese cuasi dinero refleja una demanda de financiamiento, un periodo de innovación financiera puede dar paso a un precio creciente de los bienes de capital, junto a tasas de interés crecientes sobre los préstamos en dinero. Por tanto, en un sistema en que los bancos y los cuasi bancos determinan el volumen de dinero efectivo, se puede considerar que la tasa de interés “está determinada por la interacción de las condiciones en que el público desea tener más o menos liquidez [pedir prestado] y de aquellas en que el sistema bancario está dispuesto a ser más o menos deslizada [a prestar]”.³ •

³ Keynes, "The 'Ex-Ante' Theory of the Rate of Interest", p. 666.

En la Teoría general el argumento apuntaba hacia el carácter multidimensional de la demanda de dinero, aunque ésta no haya sido estudiada cabalmente. Siendo multidimensional, el argumento de Keynes pudo haberse vinculado al criterio transaccional de Fisher sobre la demanda de dinero. Sin embargo, el rasgo verdaderamente novedoso en la formulación de Keynes, que lo hizo mucho más sólido que la catalogación de los tipos de transacción hacia la que apuntaba Fisher, es la vinculación de la demanda especulativa de dinero a las tasas de interés y a los precios de los bienes. Es lamentable que en su planteamiento de la preferencia por la liquidez él se valga de la tasa de interés como condición de los préstamos en dinero y como sustituto del suprimido nivel de precios de los bienes de capital, oscureciendo así su argumento.

EL VALOR DE LOS BIENES y EL FINANCIAMIENTO

DE LAS POSICIONES

En su refutación a Viner, Keynes empieza su exposición sobre las funciones del dinero señalando que:

Como es bien sabido, el dinero sirve para dos propósitos principales. Actuando como moneda imaginaria facilita los intercambios sin ser necesario que salga a relucir como objeto concreto. En ese contexto, constituye una convención desprovista de significación o de influencia real. En segundo lugar, es una reserva de riqueza, según se nos dice, sin siquiera una sonrisa en el rostro. Pero, en el mundo de la economía clásica, ¿qué uso más descabellado era éste! Pues es característica reconocida del dinero que como reserva de riqueza resulta improductivo, mientras que prácticamente cualquier otra forma de almacenar riqueza produce algún interés o alguna ganancia. ¿Por qué habría alguien de querer usar el dinero como reserva de riqueza, fuera de algún asilo de dementes? [QJE, pp. 215-216; cursivas de este autor.]

La respuesta a la importante pregunta de Keynes es que el mundo en que vivimos no es el mundo de la “economía clásica”; el mundo es un mundo incierto porque hay ayer, hoy y mañana. Más todavía, éste es un mundo capitalista en que las unidades tienen carteras: bienes y obligaciones que incorporan criterios de ayer y al mismo tiempo reciben y comprometen ingresos de hoy y de mañana. En un mundo de incertidumbre, las carteras son de necesidad especulativas. La demanda de dinero como reserva de valor existe porque, en un mundo en que la especulación es inevitable —en que decidir es apostar— el dinero no es estéril. Como se ha señalado con anterioridad, el dinero en nuestro mundo tiene atributos de póliza de seguros, en cuanto a que la posesión del dinero protege contra las repercusiones de contingencias indeseables particulares. El dinero se tiene porque “la posesión de dinero real calma nuestra inquietud; y la prima que requerimos para desprendernos del dinero es la medida del grado de nuestra inquietud” p. 216). Así como cuando aumenta la prima, ocurre una sustitución del seguro, así también si el costo de tener dinero, la tasa de interés, aumenta, ocurrirá una sustitución del dinero.

Keynes señala también que

en general se ha pasado por alto la importancia de esa característica del dinero y, cuando se le ha observado, se ha descrito erróneamente la naturaleza esencial del fenómeno. Pues lo que atrajo la atención fue el volumen de dinero acumulado, al cual se dio importancia por haber supuesto que tenía un efecto proporcional directo en el nivel de precios, afectando la velocidad de circulación. Pero el volumen de acumulación sólo se puede alterar si cambia el volumen total de dinero o si cambia el volumen del ingreso en dinero corriente (hablo en general); en cambio, las fluctuaciones en el grado de confianza pueden tener un efecto enteramente distinto, a saber, modificando no la cantidad que en realidad se acumula, sino el volumen de la prima que debe ofrecerse para inducir a la gente a no acumular. Y los cambios en la

propensión a acumular, o en el estado de la preferencia por la liquidez, como la he llamado, afectan primordialmente, no a los

- precios, sino a la tasa de interés; pues cualquier efecto en los precios es producido por repercusión, como consecuencia última de un cambio en la tasa de interés. [QJE, p. 216.]



Mas, desde luego, “una mayor propensión a acumular eleva la tasa de interés y por tanto disminuye el precio de los activos de capital distintos del efectivo”.⁴

En su refutación a Viner, Keynes explica que el motivo especulativo para tener dinero afecta el precio de los bienes de capital afectando primero la tasa de interés:

Esta es, entonces, la primera repercusión de la tasa de interés fijada; * la cantidad de dinero y por la propensión a acumular, a saber, sobre, los precios de los bienes de capital. Lo que, desde luego, no significa que la tasa de interés sea la única influencia fluctuante sobre esos precios. Las propias opiniones respecto* a su rendimiento esperado están sujetas a grandes fluctuaciones, precisamente por la razón ya aducida, es decir, la inconsistencia de la base de conocimiento de la que dependen. Consideradas junto

con la tasa de interés, son esas opiniones las que fijan su precio. [QJE, p. 217.]



Al hablar de la relación entre la tasa de interés y el precio de los bienes,⁴

i:

⁴ Keynes, "Alternative theories of the Rate of Interest", p. 251. En los bienes de capital, Keynes se expresaba en términos de dos mercados: uno en el cual están determinadas las tasas de interés y los préstamos en dinero, y otro en donde están determinados los precios de los bienes de capital. Según se expresan aquí, las relaciones son secuenciales en el sentido de que los desequilibrios o los cambios en un mercado afectan a otro mercado, teniendo cada mercado su propio intervalo de ajuste.

De lo cual se sigue que el valor de los activos que producen flujos de efectivo depende de la prima que los dueños de la riqueza estén dispuestos a pagar por poseer una póliza de seguros contra la incertidumbre en forma de dinero. Por razones tal vez consideradas de manera insuficiente, se estima que el dinero lleva incorporado ese seguro en mayor medida que otros activos.

Una vez reconocido que el dinero lleva incorporada una póliza de seguros, y que en el conjunto pertinente de transacción, es para las cuales se usa el dinero se incluyen tanto pagos financieros como pagos que reflejan el proceso de producción, Keynes plantea el problema de saber contra qué es el seguro. ¿Contra qué contingencia se tiene el dinero?

Una de las razones de tener dinero es que para un receptor de ingresos puede llegar un tiempo de escasez en que inesperadamente disminuyan los flujos de efectivo por concepto de recepción de ingresos. Sin embargo, los activos líquidos, como los depósitos y los bonos de ahorro, predominan sobre el dinero a ese respecto, cuando se les considera "seguros". Otra de las razones para tener dinero es que su posesión ayuda a prevenir la contingencia de que tengan que venderse bienes por efectivo bajo coacción, esto es, que los pagos por obligaciones puedan exceder el efectivo disponible proveniente de operaciones y de contratos de activos. La posibilidad de que haya que vender bienes para efectuar pagos por obligaciones plantea la interrogante: ¿por qué la estructura de éstas dentro de una organización finca ser tal que los compromisos de pago en efectivo no puedan solventarse con lo que se recibe por operaciones y por el cumplimiento de las condiciones contractuales; tales de activos financieros que se poseen. ¿Qué pagos pueden obligar a la venta de bienes?

Keynes ahondó más —aunque no claramente— en esos problemas en el capítulo 17 de la Teoría general, "Las propiedades esenciales del interés y el dinero". En él, aborda la evaluación de bienes. Aunque perspicaz, su exposición es deficiente porque no introduce explícitamente las estructuras de las obligaciones y los compromisos de pago que éstas implican a ese punto, a pesar de que esto intervino en su definición de demanda precautoria de dinero. Más todavía, el capítulo 17 es oscuro porque él, obedeciendo casi a una segunda naturaleza, vuelve de regreso al mundo de la economía clásica. En el capítulo 17, el proceso de acumulación descrito lleva a una disminución de los

rendimientos sobre bienes reproducibles, presumiblemente a causa de la disminución de la productividad a medida que cambian las proporciones de factor. Como resultado, el rendimiento implícito del dinero, por sus propiedades de liquidez, con el tiempo excederá el rendimiento explícito disponible sobre bienes recién producidos. Las viejas ideas, acerca de las cuales previno Keynes en su

Introducción, se imponen cuando menos en parte en el capítulo 17. En un momento decisivo del argumento, las ideas de estancamiento y de agotamiento de la oportunidad de inversión se imponen desde una perspectiva cíclica en que la inversión, la posesión de activos y las estructuras de las obligaciones están guiadas por consideraciones especulativas.

Con objeto de mostrar la fuerza de las ideas involucradas, nos propondremos adaptar el argumento del capítulo 17 considerando explícitamente las estructuras de las obligaciones¹ y situando el argumento dentro de un marco cíclico y especulativo. Modificado por esas consideraciones, el argumento del capítulo 17 nos da los elementos para explicar un auge de inversión especulativa y la razón de que ese auge contenga, en el desarrollo de un sistema propenso a la crisis, las semillas de su propia destrucción.

La sucesión de estados transitorios del mundo que genera la trayectoria temporal cíclica de la economía depende del proceso de evaluación de bienes que está insinuado, pero no explicado por entero, en el capítulo 17.

En ese capítulo, Keynes regresa a un crecimiento equilibrado y a un criterio acumulativo clásicos del proceso económico. El ciclo que incluye auges y crisis, tan evidente en todo el resto de la Teoría general y en el enfoque de su refutación a Viner, falta en casi todo el capítulo.

La visión del capítulo 17 consiste en que la eficiencia marginal, o rendimiento de los bienes reales, disminuye a medida que ocurre la acumulación, de suerte que, en última instancia, la eficiencia marginal de todo tipo de medios de producción producidos cae por debajo del rendimiento implícito —o eficiencia marginal— que obtiene el dinero en su forma de liquidez. En la medida en que se efectúa la acumulación, el rendimiento previsto de cada tipo de bienes reales producidos se ve empujado, en cierta secuencia, por debajo del rendimiento corriente en especie que produce el dinero.

A medida que el rendimiento en forma de cuasi renta sobre un bien particular cae por debajo del umbral establecido por el rendimiento implícito del dinero, la producción de ese bien, esto es, la inversión, se detiene. Keynes dice que el dinero domina la situación mientras decline el rendimiento esperado de los bienes reales, porque si la tasa de rendimiento en dinero sobre los bienes producidos es igual a la tasa de interés implícita sobre el dinero, las cuasi rentas deberán completarse con la revaluación esperada del capital. Esto es, el precio corriente de los bienes

producidos debe caer tan bajo (y la revaluación prevista en el precio ser tanta) que el precio corriente esté por debajo del costo de producción previsto de esos bienes.

Una perspectiva cíclica combinada con una consideración explícita de los flujos de dinero da por resultado una manera mucho más natural de obtener para los bienes producidos un precio de mercado corriente inferior a los inconsistentes costos de producción que la perspectiva propuesta por Keynes en el capítulo 17. Más todavía, esta manera alternativa de lograr el resultado es más consistente con las ideas sobre el proceso capitalista que están difundidas tanto en la teoría general como en la refutación a Viner.

El asunto que aborda el capítulo 17 es el precio, relativo de los bienes, en particular, los artículos de la reserva de bienes de capital. Keynes distingue “tres atributos que los diversos tipos de bienes poseen en distintos grados”: “Algunos dan un rendimiento o producto, q ”; “La mayor parte de los bienes, excepto el dinero, sufren desgaste o suponen algún costo por el simple correr del tiempo. . . entrañan un costo de almacenamiento, c ”; y “Finalmente, el poder de disponer de un bien durante determinado periodo puede ofrecer una conveniencia o seguridad potencial. . . La cantidad. . . [en flujos de efectivos predeterminados] que está dispuesta a pagar por la conveniencia o la seguridad potenciales proporcionadas por este poder de disponer (deducción hecha del rendimiento o el costo

de almacenamiento que lleva consigo el bien) la llamaremos en adelante su prima de liquidez, / (TG, p. 201).

De ese inodo,

el rendimiento total que se espera de la propiedad de un bien, durante un periodo cualquiera, es igual a su rendimiento menos su costo de almacenamiento más su prima de liquidez., es decir, a $q - c + Z$. . . Es característico del capital instrumental (por ejemplo, una máquina) ó del capital de consumo (por ejemplo, una casa) en uso, que su rendimiento exceda normalmente al costo de almacenamiento, en tanto que su prima de liquidez es probablemente desdeñable; [TU, p. 201]

mientras que para el dinero, "su rendimiento es nulo y su costo de almacenamiento desdeñable, pero su prima de liquidez sustancial" (TU, p. 202). De lo cual se sigue que

es una diferencia esencial entre el dinero y todos los demas [bienes] (o la mayoría) que en el caso del primero su prima de liquidez exceda con mucho a su costo de almacenamiento, mientras que en el de los otros bienes este último es mucho mayor que la prima de liquidez. [TG, p. 202.]

El flujo de efectivo explícito e implícito, $q - c$ /, se capitaliza

para producir un valor del bien que es el precio de demanda Keynes sostiene que "en equilibrio, el precio de demanda. . . en términos de dinero será tal que no haya por qué escoger, en lo que respecta a ventajas, entre las varias alternativas" (TG, p. 202). En la medida en que t es un ingreso en especie y $q - c$ es un flujo de dinero, lo que se capitaliza es una combinación de flujos de efectivo explícitos e implícitos a una tasa común para producir el precio de demanda para los bienes de capital con rendimiento q . Sin embargo, la relación de q al precio de demanda variará en proporción inversa al rendimiento implícito I del bien. Si un bien es líquido, el flujo de efectivo en forma de intereses y ganancias por dólar de valor de

mercado será menor que si el bien es ilíquido. La tasa de rendimiento apreciable sobre el bien variará en razón inversa a la calidad del mercado para el bien, o con el tiempo de madurez o con otras medidas de la facilidad de disposición y de la certidumbre de su precio de venta.

Nótese que un valor obtenido por capitalizar q para un bien ilíquido —un bien para el cual λ es cero— no es un precio por el cual se pueda vender el bien en el mercado; es una pura evaluación de los flujos de efectivo esperados de las operaciones. Pues si fuera un precio de mercado en potencia, cuando menos sería un bien con cierto grado de liquidez y el factor λ tendría que considerarse como determinante de su valor de mercado.

Debemos examinar con mayor detenimiento estos flujos de efectivo: los flujos de efectivo que un bien produce a su dueño y el flujo de efectivo debido al "poder de disponer de un bien" (TG, p. 201), a los que Keynes da tanta importancia. En particular, debemos examinar el modo en que los precios de mercado relativos de los bienes variarán con la variación del valor dado a la liquidez λ .

Disponer de un bien para su venta produce un flujo de efectivo hacia la unidad vendedora, esto es, vendiendo bienes una unidad puede generar un flujo de efectivo a su favor. Ese flujo de efectivo puede ser un múltiplo, sustancialmente mayor que 1, de los q cuya generación se espera de un bien. La magnitud de este múltiplo depende de la tasa de capitalización y de la duración esperada de los flujos de efectivo. De haber algún mercado activo para algún bien poseído, entonces el poder de disposición implica que una unidad puede producir mediante su venta un flujo de efectivo en su favor, a voluntad del dueño. Lo cual ofrece

una conveniencia o seguridad potenciales que no son iguales para bienes de clase diferente, aunque los bienes sean del mismo valor inicial. .. La cantidad (medida en términos de sí misma) que está dispuesta a pagar por la conveniencia o la seguridad potenciales

proporcionadas por este poder de disponer (deducción hecha del rendimiento o el costo de almacenamiento que lleva consigo el bien) la llamaremos su prima de liquidez. / (71G. p. 201.)

Nótese que, en la cita anterior, la prima de liquidez no es una diferencia en el precio del bien; es una diferencia en los flujos de efectivo previstos o contractuales de distintos bienes con las mismas evaluaciones de mercado.

Keynes distingue tres tipos de bienes: el capital instrumental, la existencia de bienes líquidos y el dinero. El capital instrumental produce un rendimiento, q ; la existencia de bienes líquidos sufre desgastes o costos de almacenamiento, r ; el dinero no produce rendimiento ni implica costos de almacenamiento, sino que tiene liquidez, / . es decir, se puede disponer al punto de él. El rendimiento q de un bien es el flujo de efectivo que producirá el bien por concepto de operaciones o por contrato. Para el capital físico real reunido en unidades de producción por las empresas, q es la cuasi renta marshalliana: es el ingreso total menos los costos desembolsados totales. La depreciación es una asignación contable de una parte de la cuasi renta, permanece como parte del (flujo de efectivo disponible al respecto. Para Keynes. el precio de oferta de la producción era mayor que los costos desembolsados marginales, incluso para una empresa en una industria competitiva. debido a la necesidad de agregar costos de uso a los costos desembolsados (los costos de uso t^* definen como el valor vigente de la cuasi renta máxima esperada que es predeterminada mediante el uso presente de bienes de capital, de suerte que ellos no están disponibles para uso en fecha futura).

La naturaleza de las cuasi rentas se puede explicar remitiéndose a las curvas de costos de la teoría de precio convencional. El diagrama $\diamond J$ es un grupo convencional de curvas de costos t en el corto plazo, basadas en los costos desembolsados de una compañía integrante de una industria competitiva. La curva de demand . infinitamente elástica correspondiente a esa empresa

está dada por $C - C' - C''$; la empresa puede vender cualquier volumen que elija al precio OC . La curva de costos variables promedio ($A'C$) indica los costos desembolsados totales (trabajo y materiales) de cada volumen de producción divididos entre la producción. En este desarrollo pasamos por alto el trabajo y los servicios fijos o generales. Al trazar la curva AVC no tomamos en cuenta el consumo de capital o lo que Keynes llama el costo de uso. El costo de uso no es propiamente un costo; en realidad determina la cuasi renta mínima para cada volumen de producción que induciría a la empresa a usar sus bienes de capital en vez de dejarlos ociosos.

El volumen de producción con ganancia máxima de la empresa es OO' . La diferencia entre el total de los ingresos y el costo variable to-

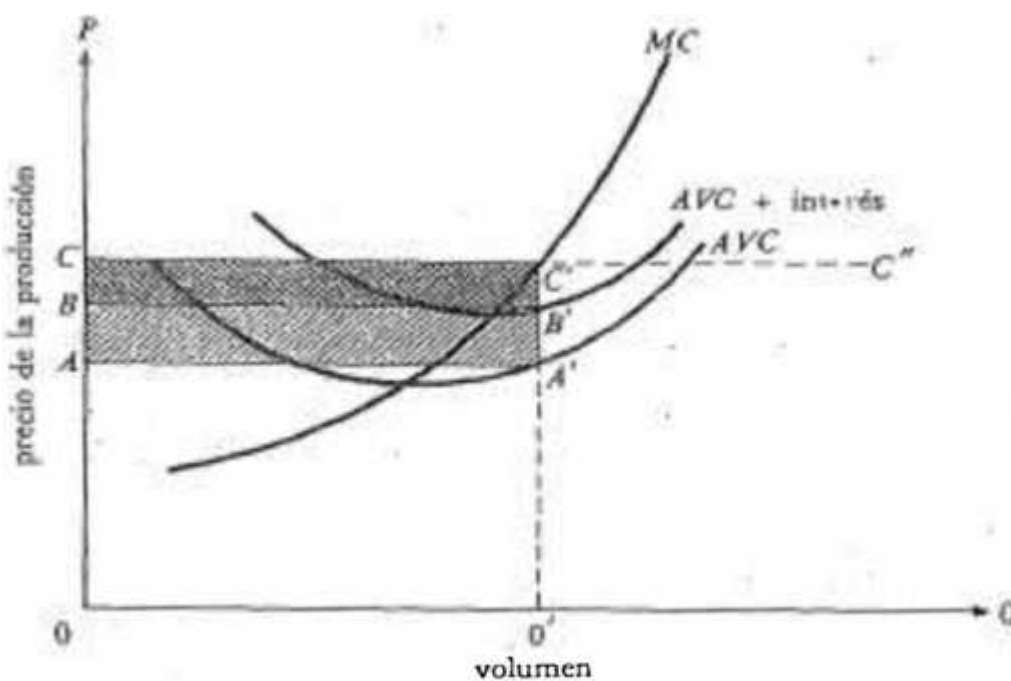


DIAGRAMA 4.1 Curvas de costos

tal es la cuasi renta. En el diagrama 4.1, $OC \times OO'$ es el ingreso total y $OA \times OO'$ indica los costos variables totales. El área sombreada $ACC'A'$ es la cuasi renta, la q de Keynes. En caso de

que esa empresa tenga una estructura de endeudamiento, entonces será necesario hacer pagos de intereses en efectivo durante el periodo cubierto por el diagrama. Presumiblemente, los pagos de intereses son independientes del volumen de producción; de tal suerte, AVC más el interés se deriva agregando cargos de intereses totales a los costos variables totales. El área $ABB'A'$ representalos pagos de intereses, en nuestra interpretación, la c de Keynes. La diferencia entre las cuasi rentas brutas y el pago de intereses corresponde a las ganancias brutas antes del pago de impuestos.

Si el contrato de endeudamiento especifica un fondo de amortización o incluye alguna, amortización del principal de la deuda, entonces las necesidades de pago en efectivo serán mayores que la pura carga por intereses $ABB'A'$. Esas consideraciones financieras obligan a la empresa a usar parte de sus ganancias brutas antes del pago de impuestos para solventar compromisos financieros. A decir verdad, si los contratos financieros son suficientemente cortos, entonces los pagos en efectivo causados por ellos pueden superar las cuasi rentas totales. Las implicaciones que esa situación posible tiene para la empresa y para los mercados financieros se considerarán a continuación.

De ese modo, q , la cuasi renta, es un flujo de efectivo independiente de la estructura de obligaciones de la unidad productora. Es el concepto de ingreso usado en la determinación del valor de mercado de los activos físicos de que se trata. Presumiblemente, • en un mercado de capital perfecto, en que la incertidumbre y la liquidez no afectan la evaluación de los bienes, $q - c$ capitalizado sería igual al valor de mercado de las acciones, c capitalizado igualaría el valor de mercado de las deudas y la suma de ambos sería invariable e igual al valor capitalizado de g ; esto es, la estructura de endeudamiento no afectaría la evaluación de una empresa. Para propósitos de la evaluación de la liquidez en un contexto cíclico, el concepto de flujo de efectivo para una empresa debe tomar en cuenta las cargas financieras y las obligaciones fiscales.

Keynes reconocía que la existencia de bienes líquidos implica desgastes y costos de almacenamiento. Da como ejemplo el trigo, comprendiendo cabalmente que la evaluación esperada de los precios del grano, necesaria para que resulte redituable tener trigo, debe ser lo suficientemente amplia para compensar el desgaste, la renta de instalaciones de almacenamiento y el interés sobre el costo del trigo durante el periodo en que se almacena éste. Ciertamente, si se piensa en almacenar existencias como las de 1 trigo, se piensa también en las cargas financieras. Pero esto no se menciona de manera explícita en el capítulo 17, aunque la tasa de interés en dinero se use en el ejemplo donde Keynes determina la tasa de interés del trigo.

Considérese un capital instrumental puro, que produce una cuasi renta, q , y una existencia pura de bienes líquidos, ct . La propiedad implica un costo de almacenamiento, c . Para los artículos de una existencia líquida, el precio de demanda corriente debe hallarse suficientemente por debajo del precio de mercado esperado al final del periodo de almacenamiento; de modo que la revaluación esperada del capital compense en exceso los costos de financiamiento y el desgaste. Lo que importa señalar es que aquello que se ajusta es el precio corriente del bien que se desgasta, de modo que el total de la oferta corriente se usa o bien se tiene en existencia. Si a un precio corriente inicial hay un exceso de oferta, entonces los precios bajarán hasta que el uso corriente o las adiciones a las existencias absorban el exceso de oferta. Simultáneamente, los precios corrientes y previstos actúan como guías de la producción. Si las cargas de almacenamiento son altas por causa de un nivel base de tasas de interés que obedezca a factores de liquidez, entonces el volumen de producción corriente de esos bienes se verá afectado por el precio corriente y reducido de la existencia.

Asimismo, por lo que toca al capital instrumental, si q disminuye a medida que se acumula capital, el precio de éste debe bajar

para que la tasa de rendimiento sea igual a la tasa de liquidez implícita sobre el dinero.

En el capítulo 17, tanto para las existencias líquidas como para el capital instrumental, Keynes esboza un proceso de acumulación inestable que se frena y acaba por detenerse. Pero los auges acerca de los cuales escribe Keynes en ese capítulo y en su refutación a Viner terminan con el estallido de una crisis y no con el lamento de un estancamiento. Keynes llama c a los costos de almacenamiento y señala que "en lo que sigue nos ocuparemos exclusivamente de $q - t$ " (TG, p. 201). Ampliando lo dicho por Keynes, $q - t$ es las cuasi rentas menos los costos de almacenamiento. Para un conjunto de bienes reunidos en una empresa, t es sobre todo el flujo de efectivo determinado por la estructura de obligaciones.

Las obligaciones a corto plazo y la liquidez que ellas y los valores del mercado bursátil presumiblemente dan a los poseedores eran blanco de los críticos de la estructura institucional de la economía, luego de la Gran Depresión. Para el profesor Simons de Chicago, el defecto del sistema capitalista giraba en torno a las obligaciones de corto plazo en forma de depósitos retirables a la vista que emitían los bancos y otras instituciones financieras. A decir verdad, si esos depósitos se retiran, entonces el efectivo que una unidad (por ejemplo un banco) está comprometida a pagar puede exceder la suma de los ingresos por flujo de efectivo y de cualquier efectivo inicial que tenga la unidad. Una organización con gran volumen de obligaciones a corto plazo implícita o explícitamente refinancia su posición —colocando deuda para obtener efectivo para pagar deuda— cada vez que vence una deuda de corto plazo.

Un banco comercial es un ejemplo de organización con deudas de corto plazo respecto de los activos poseídos. Un depósito retirable a la vista es una deuda pagadera instantáneamente. Cada vez que se gira un cheque contra un banco se provoca una salida de

efectivo. Los activos del banco generan efectivo de acuerdo con cierto programa determinado por los contratos. Al acercarse su fecha de vencimiento, un documento perteneciente a un banco genera un flujo de efectivo hacia éste.

Sin embargo, en cualquier día el flujo de efectivo proveniente del retiro de depósitos de un banco puede exceder por amplio margen los ingresos de efectivo por cumplimiento de contratos. Si el sistema ban-cario funciona normalmente, habrá flujos de efectivo debidos a depósitos adicionales que bien podrían compensar totalmente los retiros de depósitos. Si un banco registra un déficit neto, vende entonces algunos de sus llamados activos de reserva secundarios en el mercado monetario a cambio de efectivo, o toma dinero prestado, comprometiendo su propia deuda. En principio, existen en el sistema bancario los recursos para adquirir estos activos o deudas, ya que matemáticamente, el déficit neto del banco en cuestión debe estar compensado por los superávits netos en alguna otra parte del sistema. (Ya que de hecho los diferentes bancos y diferentes tipos de depósitos tienen distintas tasas de reservas, es posible que los déficit y superávits no se compensen totalmente.)

Cada vez que un banco u organización de otro tipo enfrenta una crisis financiera —y las crisis no sólo se remontan a la historia (la venta desmedida de valores comerciales en 1970 son ejemplos de recientes crisis financieras)— el dinero requerido por algunos bancos, instituciones financieras u organizaciones no financieras para pagar los retiros excede la acumulación de dinero en otros bancos u organizaciones financieras por depósitos o su equivalente. En estos casos, la unidad que pierde pasivos se ve obligada a vender sus activos, a pedir prestado a otras unidades bajo términos de sanción, o bien quiebra por imposibilidad de solventar sus compromisos. Las corporaciones y las familias se pueden considerar bancos por tener flujos de efectivo que satisfacer y por contar con fuentes de efectivo proveniente de operaciones (su participación en la producción del ingreso), de activos financieros. de préstamos y de la venta de bienes.

La decisión especulativa fundamental de una economía capitalista gira en torno de la definición de qué parte de flujo de efectivo previsto proveniente de operaciones normales una empresa, una familia o una institución financiera puede destinar al pago de interés y principal de las obligaciones. Estas obligaciones (deudas) se emiten para financiar —o para pagar por— posiciones en activo poseídos, para las empresas en operación, la planta y el equipo son los activos poseídos. Las obligaciones generan compromisos de pago de efectivo en fecha determinada, a vista o contingentes. Cada empresa especula cuando contrae esos compromisos. Al hacerlo, la empresa considera tanto las situaciones en que los pagos pueden hacerse como otras en que no pueden cumplirse o en que sólo se pueden cumplir a un costo elevado. Cuando para tener activos acepta una estructura de obligaciones, la empresa apuesta a que la situación vigente en fechas futuras será tal que se podrán cumplir los compromisos de pago de efectivo: estima que las probabilidades en un futuro incierto son favorables. Aun cuando el contrato pueda incluir protección adicional para el prestador incorporada en otras cláusulas, la unidad que adquiere la obligación también está especulando, junto con la empresa, que esos compromisos de flujo de efectivo serán satisfechos. En una estructura financiera estratificada, la unidad que adquiere una obligación puede tener obligaciones propias y su habilidad para cumplir con ellas depende del flujo de efectivo que recibe de sus activos, esto es, de las obligaciones de otras unidades.

Sin embargo, es posible que una empresa tenga compromisos de pago de efectivo para determinado periodo que excedan los ingresos de efectivo esperados por concepto de operaciones. Cuando invierte

en planta y equipo, una unidad bien podría encontrarse en esa posición. Como es necesario efectuar los pagos de efectivo, la unidad puede vender activos financieros, obtener efectivo, o vender su propia deuda.

Además, una unidad puede ver llegar el vencimiento del volumen principal de una parte de su deuda corriente sin tener a mano ni el efectivo ni los activos líquidos para efectuar el pago. En esas circunstancias, la empresa puede pagar el monto que vence contratando nueva deuda, o bien renegociando o consolidando su deuda. Es éste el sistema comúnmente seguido por gobiernos con deuda a corto plazo como certificados de tesorería pendientes de pago. También es el sistema normal para corporaciones de crédito al consumidor que financian en parte su posición mediante documentos comerciales y préstamos bancarios a corto plazo. Más aún, con suma frecuencia las empresas no financieras pagarán su deuda con un banco renovando el préstamo o, si se pide a muchos bancos, práctica común en Estados Unidos, para pagar su deuda con el banco A, una compañía pedirá prestado al banco B, y así siguiendo.

¿Cómo llegan las unidades a una posición en que sus salidas de efectivo por compromisos de pago superan la entrada de efectivo proveniente de sus operaciones? Uno de los caminos es deliberado, como cuando una unidad emprende un programa de inversión que exige financiamiento externo. Otro depende de errores, como cuando se sobrestima el flujo de efectivo neto, o se es indebidamente optimista respecto a ventas y costos. Otro más consiste en tropezar con el incumplimiento de contratos por parte de los deudores, lo que, en un conjunto estrechamente articulado de relaciones financieras estratificadas, puede tener un efecto de dominó. Las empresas también pueden especular deliberada y activamente que contarán con refinanciamiento a una tasa razonable. Así se hará cuando las condiciones de financiamiento sean más favorables en obligaciones a corto plazo que en aquellas a largo plazo, o cuando las condiciones en estas últimas se consideren indebidamente gravosas, razón por la cual se espera que sean menores en un futuro prudente.

Para adquirir bienes con valor de mercado mayor del valor neto propio de una unidad, es necesario emitir deuda. Una maneta de

financiar esas posiciones consiste en emitir una deuda que ocasione compromisos de flujo de efectivo sincronizados con los ingresos de efectivo o cuasi rentas esperados. Un buen esquivador de altos riesgos optará por ese tipo de financiamiento protegido. Sin embargo, hay organizaciones financieras potenciales que aprecian más la liquidez y entonces ofrecen condiciones más satisfactorias en instrumentos para los cuales el pago del principal conduce a flujos de efectivo que superan a aquellos previstos por concepto de activos poseídos. Esa unidad de financiamiento puede dar gran valor al flujo de efectivo debido por el pago del principal; ella quiere la liquidez que deriva de la propiedad de valores a corto plazo así como la posibilidad de reorientar sus recursos sin correr ninguno de los riesgos “del mercado”. Por tanto, una unidad que solicite crédito tendrá que ponderar el esperado ahorro en costos financieros por reducción de la tasa de financiamiento contra el riesgo de que el efectivo esperado sólo se pueda obtener a tasas y en condiciones penalizadas cuando se necesite un refinanciamiento.

De esa suerte, cada empresa lleva un balance, un conjunto de activos y de obligaciones que produce un flujo de efectivo, q , proveniente de operaciones y cumplimientos de contratos, y que ocasiona un flujo de efectivo, c , debido a las obligaciones pendientes de pago que la empresa tiene. En el balance hay un subgrupo de activos con un buen mercado secundario, de modo que la empresa puede esperar disponer de ellos a un precio razonablemente firme. Más todavía, es posible disponer de esos bienes sin afectar seriamente el q proveniente de la planta y del equipo. Por tanto, una empresa en operación tiene que especular con $q - c$ y con los bienes por poseer que tienen valor por sus propiedades de disponibilidad, esto es, con bienes que producen rendimientos implícitos en forma de I . Una empresa puede adquirir bienes adicionales, que produzcan?, aumentando sus obligaciones, por tanto elevando c , y reduciendo sus activos líquidos, por lo tanto reduciendo I . También puede elevar su I reduciendo su c ; las empresas y las familias con frecuencia tienen deudas y poseen activos líquidos.

Esa decisión de cartera es una que se toma en condiciones de incertidumbre como la descrita de manera tan elocuente por Keynes en su refutación a Viner. Los rendimientos q son rendimientos para la empresa. La proporción de rendimientos comprometidos por obligaciones c y la proporción de activos poseídos que producen un rendimiento en forma de liquidez l obedecen a decisiones especulativas. La inversión es la asignación de la producción que incrementa los bienes productores de q en una economía; la empresa inversionista adquiere esos bienes emitiendo obligaciones, con lo cual aumenta l a c que se compromete a pagar, o bien reduciendo sus activos l . Una decisión de invertir es una decisión de emitir obligaciones o de reducirla liquidez: el efectivo recibido a cambio de los compromisos c es el circulante usado para pagar por la inversión.

Asimismo, una decisión de adquirir bienes de capital de segunda mano —y de adquirir el control sobre otras corporaciones— es una decisión de emitir obligaciones que son compromisos de hacer los pagos c o de reducir la liquidez. En las maniobras corporativas —las absorciones o fusiones de empresas y las expansiones conglomeradas que caracterizan un auge— los compromisos de flujo c aumentan con

respecto a la llegada de flujo q esperada. Más todavía, en el ambiente de euforia de un auge, cuando prevalecen visiones optimistas del futuro, disminuye la relación entre el precio de mercado de los bienes que exigen una prima de liquidez l y el precio de mercado de otros activos financieros que rinden c : las tasas de interés de los activos líquidos aumentan en comparación con otras tasas.

De ese modo, la especulación fundamental de una sociedad capitalista tiene dos facetas: la adquisición de bienes de capital y la emisión de compromisos para pagar efectivo incorporados en las obligaciones usadas para financiar esas adquisiciones de capital. Si la especulación tiene éxito, entonces los flujos de efectivo, incluso la

revaluación de precio de los bienes de capital, resultantes de la adquisición de bienes, serán más que suficientes para solventar los compromisos de pago de los bienes a las obligaciones. Lo cual incrementará el valor del capital de la empresa propietaria; esto es, la valuación de $q - c + I$ aumentará por más del costo de la inversión.

En un mundo con mercado de valores, ese tipo de especulación por parte de las empresas da por resultado, una nueva apreciación del valor de las acciones de la empresa. En una economía capitalista moderna, el bienestar de los responsables de tomar las decisiones en una empresa está vinculado —mediante adquisición de la propiedad, garantía de compra futura de acciones a precio fijo, o concesión de primas— al buen manejo de las acciones ordinarias de la empresa. Así, la especulación acertada en la compra de bienes reales —que incrementa q y lo hace más seguro— es uno de los objetivos de la administración de empresas. Al jugar el juego híbrido de habilidad y suerte que son los negocios, los hombres de empresa son inexorablemente especuladores. Sin embargo, como señaló Keynes:

Los especuladores pueden no hacer daño cuando sólo son burbujas en una corriente firme de espíritu de empresa; pero la situación es seria cuando la empresa se convierte en una burbuja dentro de una vorágine de especulación. Cuando el desarrollo del capital en un país se convierte en subproducto de las actividades propias de un casino, es probable que aquéllas se realice mal. [713, p. 145.]

Con el auge del mercado de valores que acompaña a un auge de la inversión se produce un estímulo recíproco —una verdadera retroalimentación— entre la especulación en la bolsa y la especulación por parte de las empresas. Un aumento en el precio de mercado de las acciones ordinarias de una empresa en la bolsa significa que ha aumentado la evaluación de la empresa en el mercado, reduciendo la relación de compromisos de pago de efectivo, c , a esa evaluación de la empresa en el mercado. Para los banqueros y otros

financieros, esa mayor evaluación en el mercado implica que la empresa pueda emitir nueva deuda, es decir, asumir nuevos compromisos de pago de efectivo, c . Más todavía, las acciones ordinarias, sea mediante nuevas emisiones al público, sea mediante pago directo, con frecuencia son la moneda usada para adquirir bienes de capital o para la absorción de empresas. Lo cual significa que, durante el auge del mercado de valores, el precio de los bienes de capital y los productos de la inversión puede haber bajado en la moneda usada para su adquisición, aun cuando su precio en dinero haya aumentado.

. Un aumento en el volumen de dinero respecto de otros activos y de los compromisos de pago de efectivo, c , reduce la prima de liquidez sobre el dinero y por tanto el valor de la liquidez incorporada en distintos grados en otros activos y otras deudas. Lo que tenderá a elevar el precio en dinero tanto de las deudas que rinden c como de los bienes de capital que rinden q , y hará aumentar el precio de los bienes de capital y de las deudas que incorporan relativamente poca liquidez, Z , en comparación con aquellos bienes y aquellas deudas que deben gran parte de su valor de mercado a su liquidez. Si denotamos mediante P_k el valor capitalizado de los q esperados de un bien, tenemos que

donde P_k es el precio de un bien de capital existente y M es la oferta de dinero. También tenemos que

$$dP_k/dM$$

$$vP_k/dq$$

Esperamos que la capacidad del dinero para elevar el precio de los bienes de capital sea limitada, de suerte que existe un máximo

$$P_k \blacksquare$$

$$M^* < x_j.$$

Ese impacto de la oferta del bien seguro M sobre el precio de 1-tes de capital se puede combinar con la fijación especulativa del precio de K , que refleja la estructura de obligaciones deseada o aceptable, esto es, la voluntad de adquirir bienes de capital emitiendo deudas que comprometen pagos futuros, c , siendo esas deudas un “dinero” especializado para la compra de bienes de capital. Dada una estructura de obligaciones existente que incorpora los compromisos de pago, c , y los flujos de efectivo esperados, q , cuanto mayores sean los compromisos de pago de efectivo aceptables, c , con respecto a los flujos de efectivo esperados, q , mayor será el precio de los bienes de capital en términos de dinero. De ese modo, tenemos que

$$P_k = K(M, q, c - c) \text{ donde } \frac{\partial P_k}{\partial c} > 0.$$

ac

Una vez dado q , el c aceptable es un parámetro de deslizamiento en la relación de evaluación; c refleja los elementos especulativos en el financiamiento de posiciones respecto de la existencia de bienes de capital, en cuanto a que incorpora criterios sobre la posibilidad de que las “operaciones” generarán suficiente efectivo para efectuar los pagos por deudas y de que los mercados financieros funcionarán de manera conveniente. Puesto que P_k (el precio de una unidad en la existencia de bienes de capital) es un determinante del precio de demanda para una unidad de bienes de capital recién producidos, esto es, la inversión, las variaciones en P_k constituyen una causa aproximada de las variaciones en la inversión I ; las variaciones en P_k ocurrirán al cambiar M con una función estable y al desplazarse la función. La función se desplazará a medida que cambien tanto los criterios subjetivos sobre los rendimientos futuros, q , como el valor de la liquidez, I . Debido a que los rendimientos futuros y las primas sobre la liquidez reflejan criterios sobre el futuro, tanto los criterios sustentados como la confianza con que se sustentan están sujetos a “cambios repentinos y violentos” como los mencionados por Keynes. De esa suerte, aun siendo una herramienta de exposición útil, la .

función P_k se desplaza de un lado para otro, ascendiendo durante épocas de auge y bajando luego de una crisis.

En el argumento que sigue usaremos la función P_k para sustituir la función convencional de preferencia por la liquidez. Es mejor que la función de preferencia por la liquidez porque claramente genera precios para los artículos que están en la existencia de bienes de capital y de activos financieros; también es mejor porque, tal como fue derivada, la función P_k incluye en la evaluación de activos su capacidad de generar efectivo por venta, esto es, su liquidez. En la medida en que varíe la prima que las unidades paguen por esa capacidad de generar efectivo, la capacidad de los cambios monetarios para afectar a la economía se hace dependiente de lo que ocurre a las primas de liquidez.

El análisis anterior nos conduce a los precios relativos de los distintos bienes así como al nivel de precios general de 1 o bienes $d \leftarrow$ capital. Los precios de los bienes de capital, que producen q y l , junto con las deudas, que producen c y l , se vinculan en diferentes proporciones a la oferta de dinero, que sólo produce un ingreso en especie l y que, por definición, tiene un precio de 1. Los precios que se generan son los precios de las unidades incluidas en la existencia de activos, tanto bienes de capital como activos financieros. No obstante, pueden producirse bienes de capital y firmarse nuevos contratos de endeudamiento. Tenemos ahora que investigar la relación existente entre el precio de los bienes de capital y su producción, esto es, la inversión.

Nótese que, como telón de fondo de esta exposición, la tasa de salarios y el nivel de precios de la producción han permanecido, implícitamente, constantes. Se trata de un modelo de nivel de precios doble donde, en el corto plazo, el volumen de producción corriente y los precios de los bienes de capital dependen de diferentes procesos de mercado. Mientras que los salarios, y los costos corrientes de la producción y, por tanto, los precios de oferta del volumen de producción corriente, cambian lentamente, los

precios de unidades incluidas en la existencia de bienes de capital y, de una manera más directa, el precio de acciones negociadas en las bolsas de valores puedan variar rápidamente. Así, la relación entre los dos niveles de precios puede cambiar de manera sumamente rápida; tenemos un nivel de precios de la producción corriente que en principio se mueve lentamente y un nivel de precios de los bienes de capital que en principio es volátil.

[1](#)

Viner, "Mr. Keynes on the Causes of Unemployment", p. 152.

[2](#)

Hicks, "Mr. Keynes and the 'Classics' ", p. 153.

[3](#)

Como ya se ha dicho, algunos economistas ¡-parados dentro de la teoría clásica ofrecían lo que en la- actualidad se consideraría co: A recomendaciones políticas válidas durante la G ran Depresión, mientras que otros ofrecían lo queahora se juzgaría imprudente. Sin embargo, la asesoría válida se- basaba en la intuición y en las observaciones (o el sentido común), pero no en una teoría integrada. Que los economistas que ofrecían buenas recomendaciones constituyeran una minoría o una mayoría entre los economistas clásicos destacados no viene al caso. Su asesoría válida era incongruente con la teoría que preconizaban, y ellos eran incapaces de presentar argumentos convincentes en favor de la validez de sus recomendaciones.

[4](#)

Podemos suponer que el espíritu general de la descripción que Irving Fisher hace en "Debt-Defl ation Theory of Great Depressions" de. las consecuencias de una crisis fue aceptado por Keynes como

una representación burda pero certera del comportamiento del sistema tras una crisis, y que implícitamente se suponía que durante un auge se producía un desarrollo simétrico. Fisher tampoco fue capaz de ofrecer una explicación o una teoría de* la crisis.

[5](#)

Keynes, A Treatise on Probability, p. 3.

[6](#)

' Ibid.

[7](#)

Ibid., p. 77.

[8](#)

Glover, 'Foundations of Monetary Theory'. pp. 207-208.

V. LA TEORÍA DE LA INVERSIÓN

Introducción

KEYNES caracterizó su contribución como “una teoría de por qué el volumen de producción y el empleo son tan propensos a la fluctuación” (Q/£, p. 221). De acuerdo con la teoría “pura”, donde no se toman en cuenta ni el gobierno ni la demanda exterior, el empleo depende del consumo y de la demanda de inversión. La demanda de consumo es pasiva, dado que “depende sobre- todo del nivel de ingresos” (QJE, p. 219), esto es, de la suma de demanda de consumo y de demanda de inversión.

La de Keynes es una teoría en que la inversión es la fuerza activa y motriz que provoca aquello que se debe explicar, las fluctuaciones:

La teoría se puede resumir diciendo que, dada la psicología del público, el nivel de producción y de ocupación en general depende del volumen de inversión. Lo planteo de ese modo, no porque sea el único factor del que depende la producción agregada sino porque, en un sistema complejo, se acostumbra considerar como la causa causans el factor más sujeto a fluctuaciones bruscas y apreciables. De una manera más genetal, la producción agregada depende de la propensión a atesorar, de la política de la autoridad monetaria en la medida en que afecte el volumen de dinero, del estado de confianza respecto del rendimiento esperado de los bienes de capital, de la propensión a gastar y de los factores sociales que influyen en el nivel del salario monetario. Mas, entre todos esos factores, los menos confiables son aquellos que determinan la tasa de inversión, pues en ellos influyen nuestras ideas del futuro, acerca del cual sabemos tan poco. [QJE, p. 221; cursivas de este autor]

Así, el meollo de la Teoría general es una teoría de inversión y de por qué ésta es tan propensa a fluctuar. La superficial suposición hecha por el profesor Hicks en su exposición de la aportación de

Keynes, en el sentido de que hay una función simple y de pendiente negativa, que refleja la productividad de los incrementos a la existencia de capital y vincula la inversión a la tasa de interés, resulta una caricatura de la teoría de inversión de Keynes. En este capítulo, el problema consiste en formular con precisión la teoría de inversión de Keynes, que vincula el ritmo de ésta no sólo a los rendimientos esperados sino también al comportamiento financiero corriente.

LA INVERSIÓN Y EL INTERÉS

La teoría de inversión de Keynes vincula el ritmo fluctuante de la inversión, que es un concepto de volumen de producción (sector real), con variables que se determinan en los mercados financieros. La atención de los mercados financieros se enfoca hacia la tasa de interés. “El interés sobre el dinero significa precisamente lo que los libros de aritmética dicen que significa; vale decir que se trata simplemente de la prima obtenible por efectivo corriente sobre efectivo diferido. . . Esto es, la tasa de interés siempre se refiere a contratos financieros como bonos, hipotecas, deudas bancarias, depósitos, etc.: el efectivo corriente es el monto del préstamo, el efectivo diferido es el conjunto de pagos de interés y principal según especificación del contrato. Si P es el monto del préstamo (efectivo corriente) y si el contrato indica una serie de pagos C_j , entonces la tasa de interés es el factor de descuento aritmético que iguala los dos valores.

Hay dos tipos básicos de información que el volumen de producción:—el sector real— proporciona para la determinación de invertir. Uno de ellos es el rendimiento probable:

Cuando un individuo compra una inversión, un bien de capital, adquiere derecho a una serie de rendimientos probables, que espera obtener de la venta de los productos, durante la vida del bien, después de deducir los gastos de operación respectivos. Conviene llamar a esta serie de anualidades Q_1, Q_2, \dots, Q_t el

rendimiento probable de la inversión. [TG, p. 125; cursivas de Keynes.]

Nótese que cuando Keynes habla de la inversión o de un bien de capital que ha de usarse en la producción usa Q mayúsculas para referirse a los rendimientos probables, mientras que cuando se refiere a la tenencia de bienes de capital en cartera, los rendimientos —como fue el caso en el capítulo anterior— se denotan mediante q minúsculas. Tanto \dot{Q} como q son claramente flujos de efectivo.

Los rendimientos probables por la posesión de un bien de capital se componen de dos conceptos: las relaciones de costo, f_y e reflejan las conocidas relaciones de producción, y las estimaciones respecto del modo en que se comportarán la economía y la unidad productora. De esa suerte, las Q incorporan criterios actuales acerca del futuro y por tanto son proclives a cambiar a medida que cambien los criterios sobre el futuro.

El segundo efecto determinante del volumen de producción en la decisión de invertir es el precio de oferta de los productos de inversión:

¹ Keynes, “The Theory of the Rate of Interest”, p. 418.

En contraste con el rendimiento probable de la inversión tenemos el precio de oferta del bien de capital, lo que no quiere decir el precio de mercado al cual puede comprarse actualmente un bien de la clase en cuestión, sino el precio que bastaría exactamente para inducir a un fabricante a producir una nueva unidad adicional del mismo, es decir, lo que algunas veces se llama costo de reposición. [TG, p. 125; cursivas de Keynes.]

El precio de oferta del bien de capital se puede interpretar mejor como una relación en que los precios de demanda más elevados para bienes de capital rendirán mayores volúmenes de producción

de bienes de inversión. Esa relación se considera estable durante el periodo de tiempo de que se trate. En el corto plazo pertinente, sólo ocurrirán cambios sustanciales en ella cuando cambia la tasa de salarios; si el análisis se desarrolla en unidades de salario, no ocurrirán cambios significativos en el corto plazo. (Los cambios en costos de uso pueden provocar cambios en el precio de oferta; hasta el momento, no consideramos esa complicación.) En un plazo más largo, la curva de oferta se desplazará con los cambios de productividad, pero desde una perspectiva cíclica no tiene por qué afectarnos ese plazo más prolongado.

Las dos funciones estables de la teoría keynesiana son la curva de oferta de bienes de capital y la función de consumo, cuando ambas se miden en unidades de salario. En términos nominales, esas funciones se desplazan siempre que cambia la tasa de salarios. Las demás funciones, que incorporan directamente los criterios vigentes sobre el futuro, no son estables, esto es, son proclives al desplazamiento.

Como la inversión fluctúa y uno de los ingredientes básicos en el análisis de inversión —la curva de oferta de bienes de inversión— es una función estable, las fluctuaciones observadas deben obedecer a variaciones en 1) alguna combinación de los rendimientos probables, según los determinen tanto la producción del ingreso como los criterios sobre el futuro; 2) la tasa de interés determinada en los mercados financieros; o 3) la vinculación entre el factor de capitalización para rendimientos probables sobre bienes de capital reales y la tasa de interés sobre préstamos en dinero. La vinculación refleja la incertidumbre que sienten los empresarios, las familias y los banqueros. De hecho, Keynes se vale de las tres variaciones para explicar las fluctuaciones de la inversión.

Los rendimientos probables —las r — son cuasi rentas, pero, no medidas de la productividad marginal del capital. Para Keynes, quien pensaba dentro de un marco cíclico, la productividad marginal

del capital era un concepto ambiguo. Las Q son resultado de la escasez de capital:

Es mucho mejor hablar de que el capital da un rendimiento mientras dura, como excedente sobre su costo original, que decir que es productivo', pues la única razón por la cual un bien ofrece probabilidades de rendimiento mientras dura, teniendo sus servicios un valor total mayor que su precio de oferta inicial, se debe a que es escaso. . . Si el capital se vuelve menos escaso, el excedente de rendimiento o disminuirá, sin que se haya hecho menos productivo, al menos en sentido físico. [TG, p. 190; cursivas de Keynes.]

Más aún, las Q no son las productividades marginales que intervienen en la teoría de la distribución:

La teoría usual de la distribución, donde se supone que el capital da en el presente su productividad marginal (en un sentido o en otro), sólo es válida en una situación estacionaria. El rendimiento global corriente del capital no tiene relación directa con su eficiencia marginal. . . [TG, p. 128; cursivas de Keynes.]

En tanto que la productividad de un bien de capital en la teoría convencional está determinada tecnológicamente, el rendimiento de escasez corriente de ese bien depende de las diversas suertes de industrias, de locaciones y de condiciones económicas. De hecho, la “escasez” de capital varía a lo largo de un ciclo económico. Las depresiones se caracterizan por la ociosidad de hombres y máquinas, los auges por la escasez tanto de mano de obra como de bienes de capital.

Los flujos de efectivo cuya generación se espera de los bienes de capital al risarse en la p inducción y la curva de oferta de bienes de capital recién producidos (esto es, los bienes de inversión) son las piedras angulares sobre las cuales basa Keynes las influencias del sector real sobre la inversión. Obviamente, los flujos de efectivo son un flujo a lo largo del tiempo, mientras que el precio de oferta es un

valor corriente. De suyo, esos conceptos básicos no son conmensurable?;. Uno de los problemas que se deben afrontar es el establecimiento de una conexión entre ambos.

En la Teoría general, lo anterior se logra de dos modos. El primero, que ha pasado a los modelos convencionales, consiste en establecer una relación de pendiente negativa entre la inversión y una tasa de descuento llamada curva de eficiencia marginal del capital. El otro consiste en capitalizar las Q_j a fin de generar un precio de demanda para los productos de inversión. Al parecer, Keynes creía que ambos conceptos son equivalentes y no demostraba conceder gran importancia a los diferentes modos de exposición. En la Teoría general destacaba la relación de pendiente negativa y en su respuesta a Viner el precio de demanda alternativo para los productos de la inversión.

Sin embargo, como ocurre con muchas opciones que, en el momento de elegir, aparecen indistintas, esta selección de conceptos ha

traído consecuencias negativas.. Pero, antes de abordar ese punto, sigamos la derivación que hizo Keynes de la curva de eficiencia marginal del capital y su planteamiento casi informal del enfoque de capitalización alternativo.

Tanto el enfoque de la eficiencia marginal del capital como la capitalización de Q_j implican un poco de aritmética. Para la derivación de la eficiencia marginal del capital contamos con una relación de inversión, según la cual el precio de oferta, P_i , es igual a una función, ascendente, de inversión, I :

$$P' = P(I).$$

$$(1)$$

$$(1 + T_n)^n$$

(2)

Además, tenemos que

$$P|^{cn} = \frac{W_2(Y_P)}{1 + n(1 + rz)^1}$$

La ecuación 2 es la fórmula aritmética que vincula los rendimientos probables y los precios de oferta de la inversión. A medida que $P/$ aumenta con las ξ_i invariables, las r deben disminuir para mantener la igualdad. Si suponemos que $r = r_i = r_z = r_z = \dots = r_n$, tendremos un polinomio de grado n en r , que en principio se puede resolver para uno o más r del orden de magnitud correcto. De no suponer a las r iguales, estaremos entonces ante el complejo problema adicional de establecer la estructura de los términos de las tasas de interés, lo que implica ecuaciones adicionales. Si todas las ξ_i son iguales y prosiguen al infinito, se aplicará entonces la simple fórmula de capitalización:

$$\dot{r} - \quad (3)$$

Dimensionalmente, la r es igual a la tasa de interés que aparece, de manera explícita o implícita, en los contratos de préstamos.

En las fórmulas 1 y 2 anteriores, el precio de oferta de los bienes de capital de nueva producción se expresa explícitamente como una función del ritmo de inversión. Además, tenemos que

$$\frac{dP_{tp}}{dU} > 0 \quad (4)$$

Más todavía, como las cuasi rentas ξ_i dependen de la escasez de capital, entonces, independientemente de la condición cíclica

$$< 0. \quad (5)$$

Si suponemos que el volumen de capital, en futuros periodos, $i > 1$, se vincula positivamente con el ritmo de inversión en el periodo 1, entonces, en la ecuación 2, cuanto mayor sea I , mayor será P_j y menores resultarán las Q_{j+1} subsecuentes. Las r_j iguales al precio de oferta corriente del capital y a los probables rendimientos futuros disminuyen a medida que aumente el ritmo de inversión corriente; a r se le llama tasa de descuento. Keynes definía “la eficiencia marginal del capital como si fuera igual a la tasa de descuento que lograrí a igualar el valor presente de la serie de anualidades dada por los rendim¹ientos esperados del bien de capital, en tod^o el tiempo que dure, a su precio de oferta” (7L?, p. 125).

Keynes deriva la relación de pendiente negativa entre la inversión y la tasa de interés en el siguiente pasaje básico:

Si aumenta la inversión en un cierto tipo de capital dura rite algún periodo, la eficiencia marginal de ese tipo de capital se reducirá a medida que aquella inversión aumente, en parte porque el rendimiento probable bajará según suba la oferta de esa clase de capital, y en parte debido a que, por regla general la presión sobre las facilidades para producir ese tipo de capital hará que su precio de oferta sea mayor. . . Así, pues, para cada clase de capital podemos trazar una curva que muestre la proporción en que habrán de aumentar las inversiones de la misma durante el periodo, para que su eficiencia marginal baje a determinada cifra. Podemos después sumar estas curvas de todas las clases diferentes de capital. . . Denominaremos a esto la curva de la demanda de inversión; o inversamente, la curva de eficacia marginal del capital. [7'G, pp. 125-126.]

Más todavía, “la tasa de inversión sería r npujada hasta aquel punto de la curva de demanda de inversión en que la eficiencia marginal del capital en general sea igual a la tasa de interés de mercado” (TG, p. 126).

Así, Keynes traza una curva de pendiente negativa, para usarla en la vinculación de la tasa de interés determinada en los mercados financieros con el ritmo de inversión, combinando los probables rendimientos decrecientes con la acumulación y con un precio de oferta creciente de la producción de bienes de capital. Puede haber confusión: ¿diferencia de las distintas existencias de bienes de capital o, la influencia de las distintas tasas de producción? "Succión de esos bienes. Aquella curva de pendiente negativa llevó a Keynes a una idea errónea: "tampoco hay una diferencia sustancial entre mi curva de la eficiencia marginal del capital o de la demanda de inversión y la curva de demanda de capital en que pensaban algunos de los escritores clásicos" (TG, p. 160). Más todavía, identificando la tasa de descuento derivada en las fórmulas 1 y 2 con la tasa de interés sobre activos financieros, ese concepto engañoso llevó a Keynes a la afirmación fácilmente malentendida de que: "La creación de riqueza nueva depende completamente de que su rendimiento probable alcance el nivel establecido por la tasa corriente de interés" (TG, pp. 189-190).

La elección de ese concepto por parte de Keynes condujo tanto a una insistencia indebida en la tasa de interés, que para él siempre fue un atributo de los préstamos en dinero, como a una aceptación demasiado rápida del planteamiento de que la curva de eficiencia marginal del capital no era esencialmente distinta de las curvas de inversión con pendiente negativa que trazaban los economistas clásicos.

Inmediatamente después del pasaje antes citado, en que se deriva la curva de eficiencia marginal del capital (TG, pp. 125-126), Keynes escribió:

Esto puede expresarse también como sigue: Si Q_j es el rendimiento probable de un activo en el tiempo r , y d es el valor presente de $\pounds i$ al plazo de r años a la tasa corriente de interés, $T, Q_j d_r$ es el precio de demanda de la inversión; y ésta se llevará hasta que $T, Q_j d_r$ sea igual al precio de oferta de la inversión en la forma que se ha

definido antes. Si, por el contrario, TQ_jdr es menor que el precio de oferta, no habrá inversión corriente en el bien considerado. [717, p. 126]

Aun cuando este planteamiento vaya por el camino correcto, contiene una ambigüedad, pues no puede quedar si d_r representa el factor de capitalización para todos los activos o sólo para el activo específico que prodúcelos Q .esperados en particular. Sin embargo, es un modo alternativo para la determinación de la demanda de bienes de capital de nueva producción; se enfoca en la capitalización de los rendimientos probables. De interpretarse correctamente, da cabida explícita a dos factores atenuantes entre la productividad y la inversión, siendo el primero la variabilidad en los rendimientos probables y el segundo la variabilidad de la relación entre el valor presente, o tasa de capitalización, d_r de la cita anterior, y la tasa de interés del mercado para préstamos en dinero. La fórmula de la capitalización representa un formato más natural, para la introducción de la incertidumbre y la preferencia por el riesgo de los dueños de activos en la determinación de inversiones, que la gráfica de eficiencia marginal, vinculada de manera demasiado informal tanto por Keynes como por sus intérpretes a las funciones de inversión basadas en la productividad de la anterior teoría convencional.

Cuando Keynes emprendió hacer breves exposiciones sobre el contenido de la teoría general luego de su aparición, destacó el precio de los bienes de capital. Hay

una tendencia a cambiar, en equilibrio, los bienes de capital a valores proporcionales a sus eficiencias marginales en términos de una unidad común. Vale decir que, si r es la tasa de interés en dinero (esto es, r constituye la eficiencia marginal del dinero en términos de sí mismo) e y es la eficiencia marginal de un bien de capital A en términos de dinero, entonces A se cambiará en términos de dinero a un precio tal que haga que $y = r$.¹

Y Keynes prosigue señalando que:

Si el precio de demanda de nuestro bien de capital A determinado de ese modo no es menor que sus costos de sustitución, se producirá una nueva inversión en A. . . Así, el sistema de precios resultante de la relación entre la eficiencia marginal de distintos bienes de capital, incluso el dinero, medida en términos de una unidad común, determina la tasa de inversión agregada.²

Pasaje este texto de Keynes dice claramente que el precio de demanda de un bien de capital particular depende de la capitalización de sus rendimientos, nuestras (¿anteriores). Sin embargo, Keynes aún está atado a la terminología de la tasa de interés convencional. Primero traduce los rendimientos a una tasa de rendimiento interna, asignando presumiblemente un precio al bien de capital. No obstante, lo que tiene que determinar es el precio de demanda y resulta confuso asignar primero un precio al bien de capital para luego determinar su rendimiento en términos de dinero.

La capitalización de los rendimientos probables para generar un precio de demanda de bienes de capital es una manera más natural que la curva de eficiencia marginal del capital, para enfocar los problemas de la inversión fluctuante; un enfoque directo mediante las Q y los factores de capitalización específicos es más preciso que un enfoque mediante eficiencias marginales relativas. Antes que nada, las Q no están inmensas, como ocurre en el enfoque alternativo. En segundo lugar, se considera explícitamente el factor de capitalización, que puede tener una relación variable con la tasa de interés del mercado sobre préstamos seguros, a causa de los diferentes valores asignados a la liquidez. Más todavía, dos precios determinados por el mercado son dimensionalmente equivalentes al valor capitalizado de las Q : el precio de mercado para los artículos en la existencia de bienes de capital y el precio de los valores, de 1 a acciones.

Los precios de las acciones afectan la eficiencia marginal del capital, pues “una cotización alta para los valores existentes supone un aumento en la eficiencia marginal de la clase correspondiente de capital” (Keynes, p. 138, nota 2). De una manera más directa, los precios de las acciones, aunados al valor de mercado de las deudas, nos dan una evaluación de mercado de los paquetes de bienes de capital reunidos en una empresa. Si la evaluación de mercado es elevada con respecto al precio de oferta de los bienes de nueva producción, presumiblemente se elevará entonces el ritmo de inversión en esos bienes. Así, en el enfoque de la capitalización el precio de mercado de las acciones se puede integrar con gran facilidad en el análisis; cuanto mayor sea la evaluación de acciones en el mercado para una tasa de interés y una serie de rendimientos dadas, mayor será el factor de capitalización sobre rendimientos probables.

En la teoría de inversión, la relación fundamental es el precio de demanda de los bienes de capital determinado por la capitalización de los rendimientos probables. Supongamos ahora que los rendimientos probables, Q_j , de un bien de capital no cambien durante el ejercicio diagramático siguiente (diagrama 5.1; este diagrama es un recurso explicativo; no se ha abandonado la posición fundamental del argumento según la cual esos rendimientos fluctúan).

Con rendimientos probables dados, Q_j , el precio de demanda de un bien de inversión representativo está dado por el precio de existencia P_{kj} de esos bienes de capital. Lo cual se puede expresar como $P_{kj} = C_j(Q_j)$ cuando C_j es el factor de capitalización, lo que Keynes identificaba como “el valor presente de $\$i$ a plazo” (TG, p. 126). En el diagrama 5.1, la función de P_{kj} es una línea recta en C_j ; si $C_j = C_j^0$, entonces el precio de ese bien de capital es P_{kj}^0 . Caso este en que el factor de capitalización es específico para el Q_j particular. De haber un mercado de capital perfecto, de suerte que los recursos financieros para inversión estén disponibles en manera ilimitada, en condiciones independientes del volumen

tomado, y si esas condiciones son congruentes con la tasa de capitalización $C_{i,0}$, entonces la producción del bien de inversión se llevará al punto en que su precio de oferta, $P_{j,i}$, sea igual al precio de demanda, es decir, se producirá $I_{i,0}$ de inversión.

La pregunta ahora es qué determina la tasa de capitalización. Para esta parte de nuestro argumento supondremos que la tasa de interés para préstamos en dinero —el precio del dinero de hoy en términos del dinero a plazo— está dada. Por tanto sabemos que si los rendimientos probables fueran compromisos de pago de efectivo contractuales por préstamos en dinero, el precio de ese contrato sería entonces $P_i = C_j(CC)$, donde C_j es la tasa de capitalización para

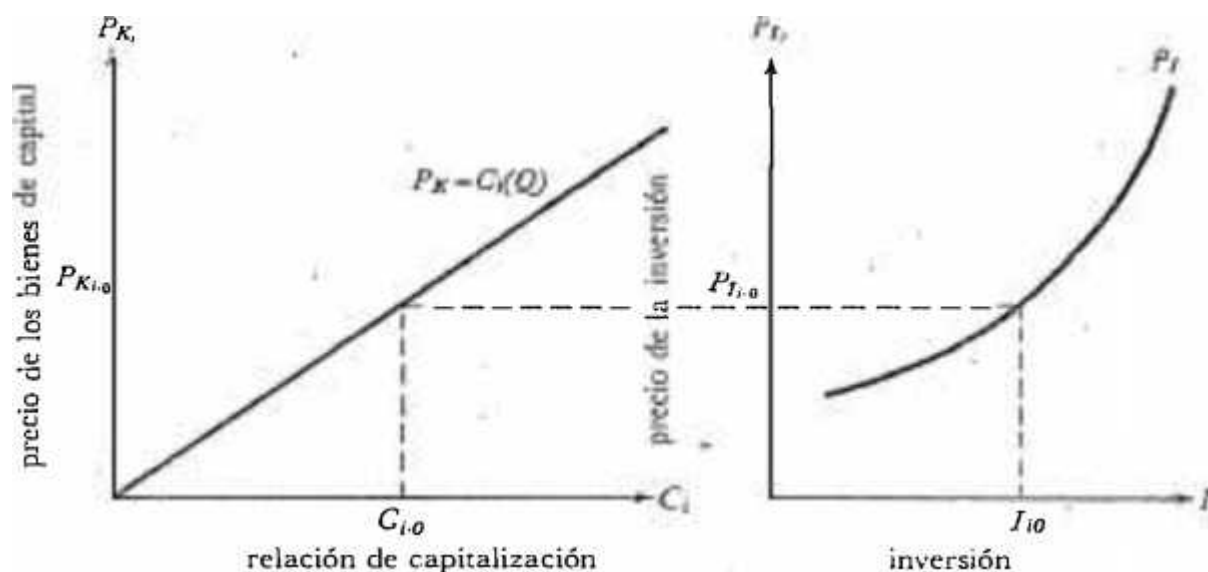


Diagrama 5.1 Precio de Los bienes de capital y de la inversión
préstamos en dinero y CC es el compromiso de pago de efectivo contractual.³

La relación entre C_i y C_j depende de las evaluaciones del mercado de la seguridad de poseer derechos a un compromiso de efectivo contractual cierto y protegido, CC , comparada con la de poseerlos a un rendimiento de mercado incierto y fluctuante, Q . El precio del instrumento con pagos de efectivo contractuales refleja tanto la

seguridad debida a los flujos de efectivo conocidos sobre la deuda como la liquidez debida a la negociabilidad relativa de la deuda en comparación con un bien de capital.

Si definimos un estado de incertidumbre como la apreciación de que hay contingencias, junto con una evaluación de los resultados alternativos, entonces, para una situación de incertidumbre determinada, podemos escribir que $C = (ICI)$, la tasa de capitalización de los bienes de capital es cierta relación, $0 < i < 1$, de la tasa de capitalización sobre préstamos en dinero.

De ese modo, si en el diagrama 5.2 sustituimos a C_i por C_j a lo largo del eje de las x , entre la tasa de interés en dinero y el precio de los bienes de capital, el precio de éstos con respecto al precio de las deudas estará condicionado al estado de incertidumbre dado por g . A medida que cambie i , girará la línea de P_k - un incremento de i , una disminución del estado de incertidumbre, por decirlo así, hará girar la línea de P_k en el sentido contrario a las manecillas del reloj, elevando el precio de los bienes de capital con respecto al precio de las deudas. Otro modo de expresar lo anterior sería decir que el valor de las deudas y de los bienes de capital depende del valor asignado a la liquidez de un bien, los flujos de efectivo implícitos, Z , de los que se habló con anterioridad. Si los bienes de capital incorporan menos liquidez que las deudas, y si disminuye el valor de la liquidez, el precio de los bienes de capital se elevará entonces tanto respecto del dinero como de las deudas.

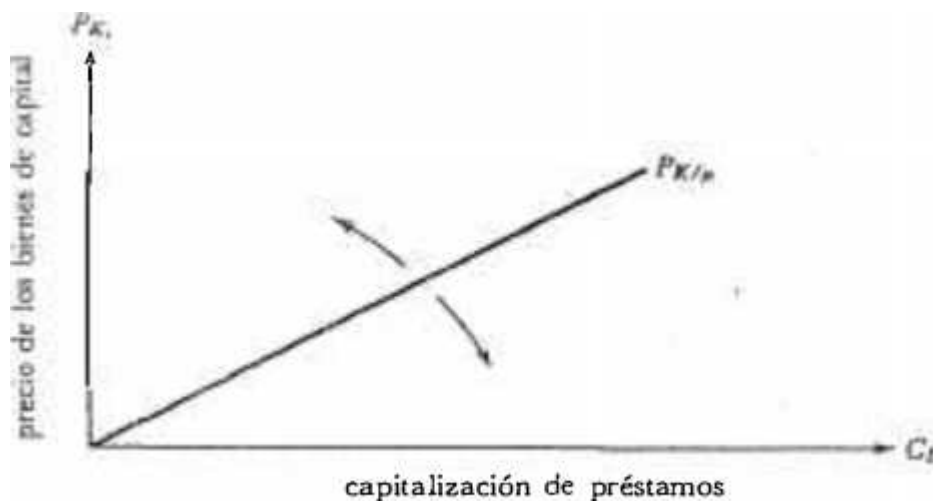


DIAGRAMA 5.2 *Precio de los bienes de capital*

Si consideramos la determinación de la tasa de interés para préstamos en dinero, es clara la posición de Keynes:

la tasa corriente de interés. . . no depende. . . de la fuerza del deseo de guardar riqueza, sino de la potencia de los deseos de conservar en forma líquida o no líquida, respectivamente, junto con la magnitud de la oferta de riqueza en una de esas formas en relación con la oferta de la misma en la otra . . . [TÓP, p. 190; cursivas del autor].

De tal suerte, la tasa de interés para una oferta fija de préstamos en dinero (contratos vigentes) variará en relación inversa a la oferta de dinero, mientras que la tasa de capitalización lo hará en relación directa con esa misma oferta.

Más todavía, Keynes sostiene que el efecto de la oferta de dinero sobre la tasa de interés para préstamos en dinero disminuye gradualmente a medida que disminuye la relación de préstamos en dinero a dinero. En principio, la tasa de interés sobre préstamos en dinero puede bajar tanto que los aumentos ulteriores en la oferta de dinero no la reduzcan de manera efectiva:

tan pronto como la tasa de interés ha bajado a cierto nivel, la preferencia por la liquidez pueda volverse virtualmente absoluta en

el sentido de que casi todos prefieran efectivo a conservar una deuda que da una tasa de interés tan baja. [TG, p: 185.]

Pasado cierto punto, el aumento de la relación de dinero a préstamos en dinero no reducirá de manera apreciable la tasa de interés para estos préstamos. Por otra parte, para empréstitos financieros prácticos:

la tasa de interés que ha de pagar el prestatario normal puede bajar más lentamente que la tasa de interés pura, y puede no ser factible llevarla a un nivel inferior a cierta cifra mínima por los métodos de la organización bancaria y financiera existente. [TG', p. 186.]

Así, la tasa de capitalización C_i sobre préstamos en dinero es una función de la oferta de dinero, $C_i =$ tal que

$$dC_i/dM = -G, \quad G > 0, \quad \bullet-$$

-z- $- > 0$, y $-$, es algún número: finito.

De esa suerte, con un estado de preferencia por la liquidez dado que determine C_i y con un diferencial dado entre la tasa de capitalización aplicable a un bien de capital y 1 aplicable a préstamos en dinero, que también refleja el estado de preferencia por la liquidez, un rendimiento probable dado sobre un bien de capital Q_j se transformará en una función que vincula el precio de demanda de ese bien de capital con el volumen de dinero. Esa función será tal que

$$9F_k, \mu, F_k > dM > 0, \quad dM^* < 0, \quad y$$

Esto es, ese precio de demanda de bienes aumentará a medida que aumente el volumen de dinero, ese precio de demanda aumentará a una tasa decreciente a medida que aumente la oferta de dinero, y para cualquier serie de Q probables hay un máximo finito del precio de un bien de capital que se puede alcanzar mediante el aumento de la oferta de dinero.

De ese modo,

$P_k - P_k (M, Q_i)$

para cualquier bien de capital particular. Relación esta que incluye una relación entre una tasa de interés pura y el volumen de dinero, además de un diferencial particular entre la tasa de capitalización que

implica una tasa de interés pura y la tasa de capitalización sobre el bien de capital particular K_i . Ese diferencial refleja tanto el estado de incertidumbre respecto de las esperadas como del valor de liquidez asignado al bien K_t . No hay demasiado riesgo en suponer que esos atributos de incertidumbre y liquidez de los bienes de capital muestran tendencia a permanecer en una relación un tanto fija entre los diversos tipos de bienes de capital, o que, si la relación cambia en un ciclo económico, los cambios se producen en relación predecible de uno respecto al otro. Así, del argumento de que el precio de un bien de capital particular depende de las cuasi rentas que reciba y del volumen de dinero, podemos desplazarnos al planteamiento de que el nivel de precios de los bienes de capital depende de las probables cuasi rentas agregadas y del volumen de dinero. En el diagrama 5.3 vinculamos el nivel de precios de los bienes de capital y el volumen de dinero de una manera que resulta coherente con la relación entre el precio de un bien de capital y el dinero.

El hecho fundamental) acerca de esa función agregada $P_k (M, Q)$ consiste en que es inestable: "si nos vemos tentados de asegurar que el dinero es el tónico que incita la actividad del sistema económico, debemos recordar que el vino se puede caer entre la copa y la boca" (TG, p. 156). Con base en nuestro argumento, la caída puede obedecer: 1) al nexo entre el volumen de dinero y la tasa de interés sobre préstamos en dinero; 2) al nexo entre la tasa de interés sobre préstamos en dinero y la tasa de capitalización sobre corrientes particulares de rendimientos probables; 3) a las

fluctuaciones de los rendimientos probables debidas a cambios en las expectativas de largo plazo.

Como resultados de esos deslizamientos, hay situaciones en que el dinero bien puede marcar la pauta, en el sentido de que cambios moderados en la oferta de dinero producirán cambios moderados en la inversión y por ende en la demanda agregada; por otra parte, hay situaciones en que la influencia de la oferta de dinero es mucho más atenuada. Las variaciones en los nexos y las fluctuaciones en el rendimiento, probable muy bien pueden contrarrestar la influencia del dinero.

Así,- Keynes explicó por qué la inversión no estaba vinculada estrechamente a los conceptos de función de producción y por qué la oferta de dinero era un indicador errático de rumbo para la inversión. Aunque sugirió los diversos estados de la economía que se suceden unos a otros de una manera irregular, constituyendo así el ciclo económico, nunca desarrolló explícitamente una teoría del auge y de la crisis. Fue así porque, salvo por acotaciones y sugerencias, nunca articuló ningún modelo —o ninguna explicación— de cómo evoluciona la estructura de pasivos de las empresas, de los bancos y de otras insti-

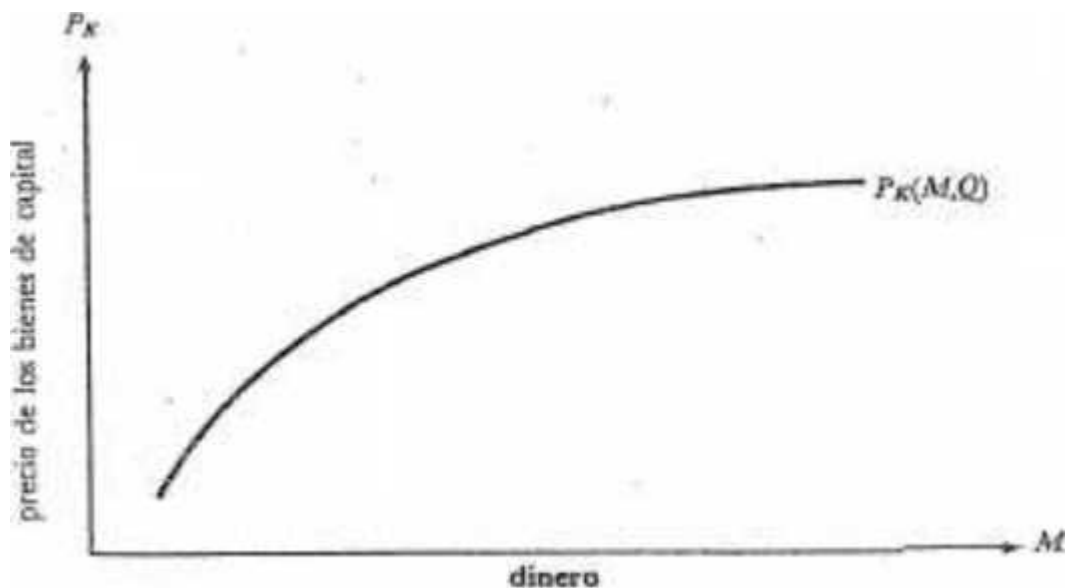


DIAGRAMA 5.3 Precio de los bienes de capital y del dinero

tuciones financieras y de cómo tiene lugar la generación endógena de dinero y de sustitutos del dinero.

Las estructuras de pasivos y el ritmo

DE INVERSIÓN DE UNA UNIDAD

Aunque Keynes no entró en detalles sobre el modo en que las finanzas afectaban el comportamiento del sistema, subrayó que, en una economía en que se pide y se da crédito, las finanzas cobraban especial importancia:

Dos tipos de riesgos que no han sido diferenciados por lo general, pero que es importante distinguir, afectan el volumen de la inversión. El primer riesgo es el del empresario o prestatario, y surge de las dudas que el mismo tiene respecto a la posibilidad de obtener en realidad los rendimientos probables que espeta. Si un hombre aventura su propio dinero, éste es el único riesgo que importa.

Pero donde existe un sistema de prestar y tomar a préstamo, con lo que quiero decir la concesión de créditos con un margen de garantía real o personal, aparece un segundo tipo de riesgo al que podremos

llamar el riesgo del prestamista. Éste puede deberse al azar moral, es decir, incumplimiento voluntario o cualquier otro medio, tal vez lícito, de eludir el cumplimiento de la obligación; o a la posible insuficiencia del margen de seguridad, es decir, incumplimiento involuntario a causa de una equivocación en las expectativas. [7G, p. 132.]

Los préstamos, las hipotecas, los bonos y las acciones son la moneda que utilizan las empresas, directa o indirectamente, luego de cambiarlos por dinero, para adquirir bienes de capital del mercado o de nueva producción (esto es, por inversión). A cambio del rendimiento probable, Q , por añadiduras a sus bienes de capital, las empresas que se financian de ese modo se comprometen a pagar, mediante contrato, CC , por añadiduras a sus pasivos. Salvo cuando involucra acciones, ese compromiso es contractual, con penas por incumplimiento; en cuanto a las acciones, cualquier desviación de los dividendos respecto de los esperados afectará los precios de los valores.

Cada adquisición de bienes de capital, sea del mercado sea de la nueva producción de estos bienes, involucra cierto margen de seguridad al financiarse de ese modo. De manera típica, los bienes de capital adicionales se adquieren en parte con fondos propios y en parte con fondos prestados o externos, siendo el capital derivado de nuevas acciones uno de los tipos de fondos externos. Como se ha subrayado con anterioridad, la decisión especulativa fundamental que debe tomar una empresa es cómo financiar el control sobre los bienes de capital que necesita: cuánto mediante los propios recursos de la empresa y cuánto mediante recursos prestados. Esa decisión es una de las determinantes tanto del tamaño de la empresa, medido por los bienes de capital o por las ventas, como de la tasa de crecimiento de los bienes de capital y de las ventas de la empresa.

Examinemos ahora el comportamiento financiero de una empresa inversionista representativa

Esa empresa espera para el periodo venidero próximo que sus ganancias brutas, descontando impuestos, pagos debidos sobre sus deudas y dividendos para sus accionistas, sean Q_j ; Q_j es independiente del nivel de inversión propia de la empresa, aun así, afectando el mismo resultado, la inversión agregada afecte la agregada Q_j es el financiamiento interno cuya disponibilidad espera la empresa para el periodo venidero.

También suponemos que el precio de oferta del bien de capital que la empresa espera adquirir, P_k , determinado por los productores de bienes de capital, es independiente de la cantidad comprada por esa empresa; la empresa no es un comprador tan importante de bienes de capital para que su propia demanda afecte el precio. Por tanto, el volumen de inversión que se puede financiar internamente es $h = Q/P_k$. esto es, $P_k = Q/h$; el financiamiento interno limitado es una hipérbola rectangular en el plano (P_k, Z) en el diagrama

54)·

Según el diagrama 5.4, si la empresa comprara 1 de inversión a P_k , podría financiar internamente el volumen total. Si la empresa compra $Z_i > 1$ de inversión a P_k — (J será entonces financiado con una deuda: la empresa prometerá pagar efectivo futuro, en forma de diversos flujos, CC , a cambio de TW_i — d de efectivo corriente Pero

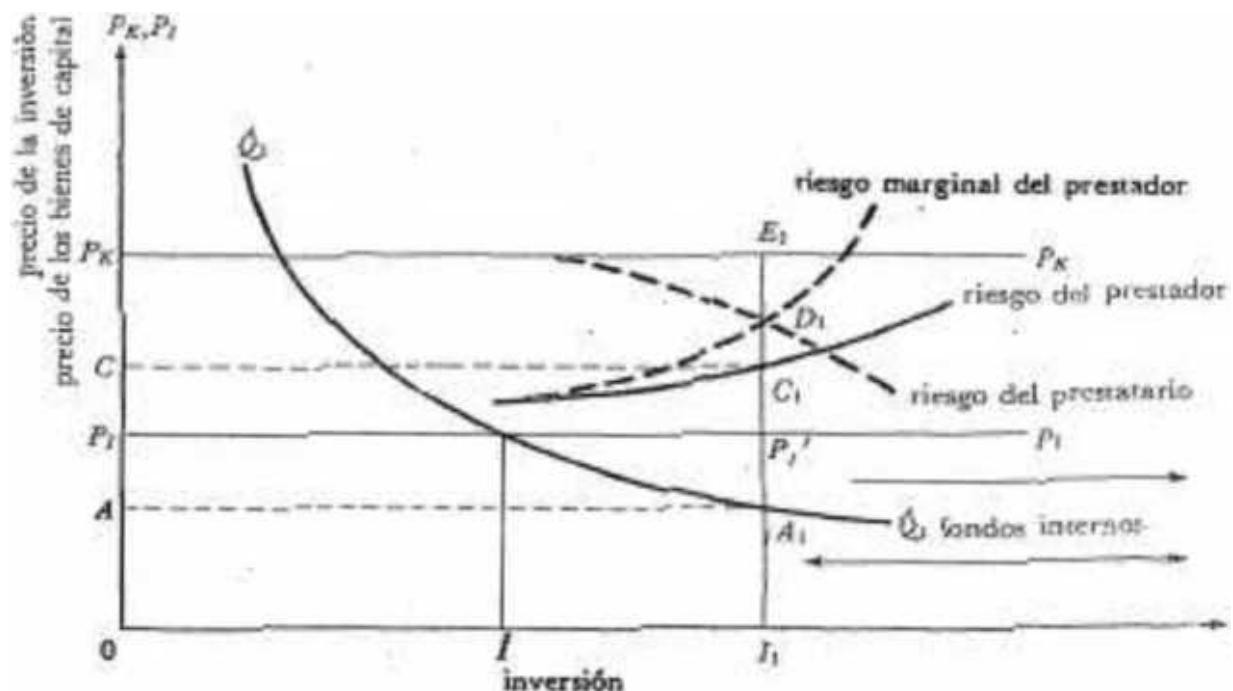


Diagrama 5.4 \mathcal{E} / totnpanammio finamtro dt um rapase

hay una excepción. La empresa puede tener exceso de efectivo corriente o de títulos negociables, y usarlo para financiar esas adquisiciones. En un mundo de incertidumbre, hay razones válidas para que una empresa o una familia con deudas posea también dinero ocioso y otros activos financieros, esto es, otras deudas de la unidad. En parte, esa posición de efectivo y activos financieros aísla las operaciones normales de la empresa de las vicisitudes del mercado. Cuando esos activos de efectivo disminuyen, se reduce la protección de la empresa. Analíticamente, la disminución de ese colchón de efectivo es equivalente a un aumento en las deudas; ambos cambios implican que ha aumentado la serie de eventos externos que pueden afectar seriamente la capacidad de la empresa para cumplir sus compromisos o para realizar sus planes: ha disminuido el margen de seguridad.

La empresa capitaliza sus rendimientos probables, Q_j —entre los que se incluyen dividendos, intereses y otros pagos de efectivo sobre adeudos, con exclusión de impuestos— a una tasa. Ésta asigna un valor a la existencia de bienes de capital de la empresa,

$P_k, K_i - \infty$, que es independiente de la estructura financiera de ésta. La empresa también capitaliza sus compromisos de flujo de efectivo. CC, por adeudos, dividendos, etc. En este argumento; suponemos que la tasa de capitalización sobre deudas también es A' . aunque en realidad esperamos que esa tasa de capitalización sobre deudas, CC, sea mayor que la tasa sobre rendimientos probables, Q . Ocurre así porque para un prestatario los flujos de efectivo sobre deudas, CC, se consideran

cienos, mientras que son inciertos los flujos de efectivo (¿provenientes de los bienes de capital.

Para que se produzca la inversión, es necesario que $P_k > K(Q_i)/K_j P_j$, que el precio de una unidad de capital sea mayor que el precio de una unidad de inversión o igual a éste. En ausencia de financiamiento por deuda, tenemos que $I = Q_{i0}/P_i$. Esta es la I de inversión en el diagrama 5.4.

Para que la adquisición de bienes de capital se financie mediante ganancias retenidas, Q_j , o mediante deuda, es necesario, que $K(Q_i - CC_i) > 0$. En un mundo abstracto e hipotético, donde la oferta de financiamiento para una empresa es infinitamente elástica, donde todos los precios y todos los rendimientos probables son independientes de la propia escala de operación de la empresa y en el que nunca hacen irrupción las realidades del riesgo y de la incertidumbre, si los flujos de efectivo CC sobre adeudos necesarios para financiar la adquisición de una unidad de capital son menores que los rendimientos probables, una empresa con esas perspectivas querrá entonces comprar un volumen ilimitado —más aún, infinito— de bienes de capital. Pero las prosaicas realidades en forma de riesgo del prestador y del prestatario, por no hablar de las posiciones monopólicas y mo-nopsónicas, hacen irrupción, de suerte que aun cuando $K(Q - CC) > 0$, la empresa adquirirá sólo un volumen limitado de bienes de capital.

El riesgo del prestatario tiene dos laces. Primero, en un mundo de incertidumbre, en que pueden diferir los destinos de los diversos bienes de capital y las diversas empresas, un empresario previsor de riesgos diversificará sus operaciones. Lo cual significa, más allá de cierto punto, que para el propietario de riqueza individual o para la corporación depende de la cuantía de su riqueza, la tasa de capitalización para cualquier tipo de bien de capital que haya de usarse en algún ramo comercial particular disminuye a medida que aumenta la cantidad poseída. En segundo lugar, como el prestatario considera ciertos los flujos de efectivo por deudas (CC) y como inciertos los rendimientos probables \bullet (Q), aumentar la relación de inversión financiada mediante deuda disminuye el margen de seguridad y de ese modo reduce la tasa de capitalización que el deudor aplica a las Q.

Por consiguiente, debido al riesgo del prestatario, el precio de demanda para bienes de capital “cae lejos” de P_k , y cabe esperar que esa caída sea más precipitada cuanto mayores sean el compromiso para ese tipo particular de bienes de capital y la razón de fondos que se tomen prestados. Normalmente, el alejamiento ocurrirá en algún punto a la derecha de $\frac{1}{Q}$, el volumen de inversión que se puede financiar internamente, pero bien puede producirse a su izquierda. Esto ocurrirá si se manifiesta el criterio de que el compromiso heredado

para ese tipo de capital es excesivo, de modo que prevalece cierto deseo por diversificar o desinvertir, o bien de que el balance heredado contiene demasiada deuda. Esos “nuevos” criterios \bullet pueden surgir como resultados de los acaecimientos. También pueden surgir criterios simétricos que favorezcan una mayor especialización y un mayor endeudamiento.

El riesgo del prestatario es subjetivo; nunca aparece en los contratos que se firman. Es el punto focal de los “estertores” de la incertidumbre y de la “sorpresa” de una situación muy favorable.

El riesgo del prestador sí aparece en los contratos firmados. Al aplicarse a una empresa determinada, para cualquier conjunto de condiciones del mercado, el riesgo del prestador cobra forma de mayores exigencias de flujo de efectivo en la contratación de deudas, a medida que aumenta la relación de deuda a activos totales. El riesgo del prestador aparece en los contratos de financiamiento bajo diversas formas: las tasas de interés mayores, los plazos de vencimiento menores, la exigencia de comprometer en garantía colateral bienes específicos, además de las restricciones al pago de dividendos y a la concesión de nuevos préstamos, son algunas de ellas. El riesgo del prestador aumenta con el aumento de la relación de deuda a financiamiento de valores o en la relación de flujos de efectivo comprometidos a probables flujos de efectivo totales.

En un sentido significativo, el precio de oferta corriente de un bien de capital para un probable comprador determinado no es el precio por unidad al que se compra. El precio de oferta es aquel al que un productor —o un propietario— ofrece vender el bien de capital más un valor capitalizado del exceso de compromisos de flujos de efectivo en el contrato financiero por encima de los compromisos que habrían sido implícitos si la inversión se hubiera financiado internamente. Esa “añadidura” es el valor capitalizado de la recíproca del seguro. Cuanto mayor sea la ventaja que use una unidad inversionista, esto es, cuanto mayor sea la relación de deuda a financiamiento interno, mayores serán esos compromisos de flujo de efectivo contractuales en exceso. De ese modo, la curva P_t efectiva muestra una discontinuidad en el volumen de inversión Z que puede financiarse internamente. Luego de haber algún volumen positivo de financiamiento por deuda, se puede esperar que la curva P_i empiece a elevarse y luego que se eleve en proporción creciente. Más todavía, a medida que aumenta la razón de la deuda contractual, toda la deuda emitida por la unidad habrá de conformarse, tras su refinanciamiento, al contrato marginal; así, con un desfase, una curva marginal a la curva de oferta ascendente, el equivalente de una curva “monopólica”,

se vuelve la apropiada relación determinante de decisión que incorpora el riesgo del prestador.

El hecho fundamental acerca de los riesgos del deudor y del prestador es que ellos reflejan evaluaciones subjetivas. Dos empresarios, confrontados con idénticas circunstancias objetivas pero con distinto temperamento, considerarían el riesgo del prestatario de manera muy distinta: mientras un responsable de la toma de decisiones invertirá, por ejemplo, 1\, otro querrá invertir más o se contentará con menos. Dos riesgos del prestador dan lugar a patrones observables de tasas de préstamos, como aquellos que aparecen en las "clasificaciones" asignadas a la deuda mundial y corporativa por diversos servicios o las primas que las empresas deben pagar a los bancos por encima de la tasa preferencial. En cualquier momento, "el mercado" parece operar con cierto consenso acerca del grado en que las operaciones se pueden financiar por deuda, con una clasificación particular. Pero ese consenso puede ampliarse o modificarse: tanto la relación aceptable como la relación ideal de deuda a valores varían de manera sistemática durante las oscilaciones de los ciclos económicos más prolongados.

La intersección de la curva de demanda, que toma en cuenta el riesgo del prestatario, y de la curva de la oferta, ajustada al riesgo del prestador, determina la escala de inversión. En el diagrama 5.4, con una intersección en D_i de esas curvas de oferta y de demanda que incorporan los riesgos del prestatario y del prestador, la inversión será h a un precio P_i por unidad de bienes de capital. Del gasto de inversión total de $Q_i P_i t' / i$, OX a $1/1$ se financiará internamente y $A P / P' A_j$ se financiará mediante deuda.

De los rendimientos probables por unidad de capital, los adeudos contraídos dan por resultado compromisos de flujo de efectivo proporcionales a $A_i C_t / i E_i$, y los dueños de valores esperan recibir flujos de efectivo proporcionales a $(L_i + C_i E_i) / i E_i$.

Luego de integrar los bienes de capital al proceso de producción de la empresa y en caso de que esos bienes arrojen las Q previstas, se valuarán entonces en P_k los bienes de capital $0/j$ a una tasa de capitalización i_C . Su valor total será OP_kE_{iC} , el inversionista logrará una ganancia de capital. Las deudas, más seguras ahora, generarán un flujo de efectivo proporcional a A_{iC} , pero se capitalizarán a una tasa de interés menor que en un principio, pues se habrá demostrado que la prima por riesgo del prestador era excesiva. Como resultado, también los posiv-dores de bonos obtendrán una ganancia de capital. El valor de la inversión inicial Q_j (igual a O/M_{iC}) de los propietarios de valores será OAd_{iC} más CP_kE_{iC} . Lo cual debe reflejarse en el precio que esas acciones alcancen en la bolsa. La existencia del riesgo del prestador y del riesgo del deudor como factores que limitan la inversión asegura que la operación exitosa de los bienes de capital conducirá a una revaluación del capital tanto para el deudor como para el prestador. El proverbio shakespeariano-. "No seas ni deudor ni pees-tador" no toma en cuenta las ganancias de capital de que pueden disfrutar ambas partes

El ritmo de inversión e^* sumamente sensible a eso. i riesgos del deudor y del prestador Si las curvas se alejan fuertemente del valor capitalizado de las (ζ) y suben abruptamente en relación con el precio de los bienes de inversión, la inversión estará financiada sobre todo internamente; si las curvas son poco marcadas más que pronunciadas, el financiamiento de la inversión tendrá mucho mayor peso

Cada periodo hereda del pasado tanto una estructura de pasivos como un conjunto de bienes de capital Si las repercusiones de la experiencia en las preferencias y las expectativas son tales que disminuyen los riesgos del deudor y del prestador, de suerte que se emprende una inversión $I_j > h$ para una (ζ) determinada (como se muestra en el diagrama 5.5). entonces deberá ocurrir un cambio equivalente en la relación aceptable de deuda a valores para la existencia de bienes de capital que posee la unidad. Lo cual

revelará una gran dosis de capacidad para financiar la inversión pidiendo prestado con base en la propiedad de la existencia de bienes de capital heredada. Es decir que, para la existencia de bienes de capital en posesión de las empresas, la relación de CC, electivo pagadero por deudas, a $(\frac{1}{r})$, los flujos de efectivo brutos descontando impuestos, será reducida según nuevos estándares. El peso del financiamiento de la inversión sobre los rendimientos esperados puede ser sumamente considerable durante un periodo de aversión al riesgo decreciente, porque la revaluación del capital revela la capacidad de endeudamiento.

Si una disminución de la aversión al riesgo afecta a familias que posean acciones de la misma manera en que afecta a administradores y a banqueros, quienes efectúan los cambios en las relaciones de deuda aceptables respecto a la inversión y los bienes de capital, las familias estarán entonces más dispuestas a recurrir a un mayor endeudamiento para poseer acciones y los banqueros estarán más dispuestos a financiar esas compras "marginales" de acciones. Lo cual conducirá a un aumento en los precios de las acciones. Keynes interpretó que ese aumento en el precio de mercado de los valores implicaba "un aumento en la eficiencia marginal de la clase correspondiente de capital" (TG, p 138, nota 2). que según la terminología empleada aquí eleva P_k para las $(\frac{1}{r})$ dadas.

Keynes señaló: "Durante un auge, el cálculo popular de la magnitud de ambos riesgos, el del prestamista y el del prestatario, puede llegar a ser inusitado e imprudentemente bajo" (TG, p 133). Ello implica que, durante un auge, la relación de financiamiento por deuda a inversión disminuye: así lo indican los datos disponibles sobre deuda corporativa.

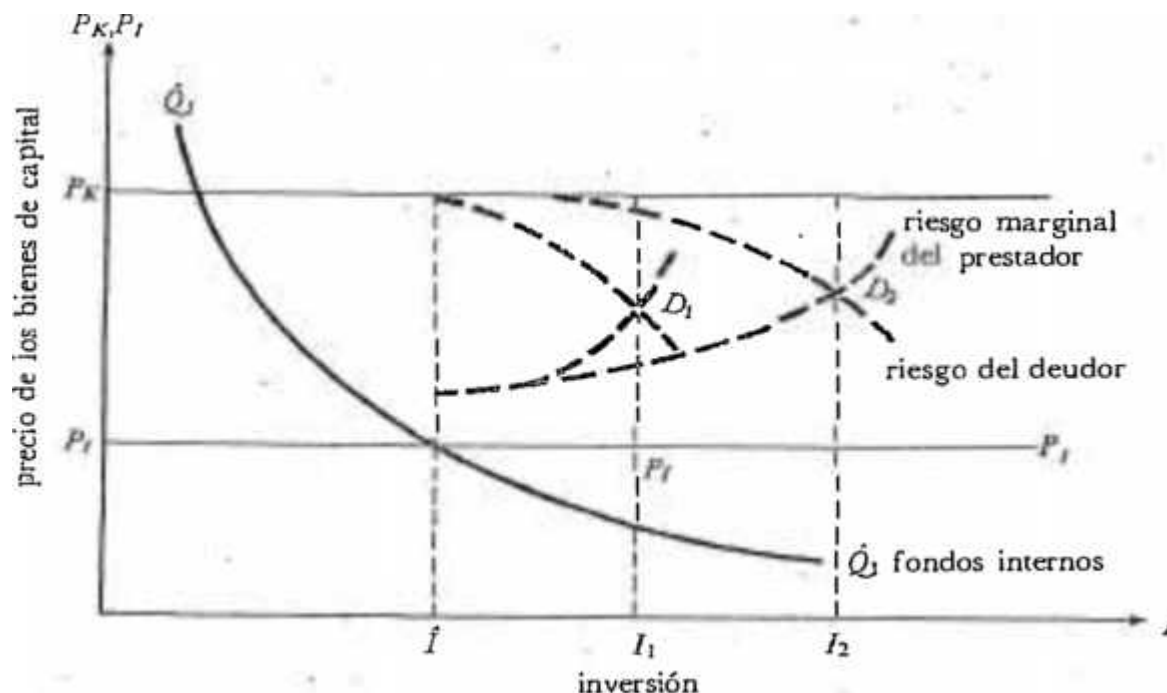


DIAGRAMA 5.5 Sensibilidad de la inversión a las estimaciones de riesgos

LA INVERSIÓN AGREGADA

El argumento anterior se ha planteado para una empresa o una familia hipotéticas. Para hacer ese argumento extensivo a la economía, es necesario agregar. Del análisis anterior retenemos la proposición de que, con una existencia dada de bienes de capital, las preferencias de cartera producen, para los bienes de capital en general, una relación de precio de mercado-oferta de dinero tal que el precio de mercado de un bien de capital se vincula positivamente al volumen de dinero. Esa función, $P_K = P_K(M, Q)$, ha incorporado en sí los tres “deslizamientos” identificados por Keynes: entre el dinero y la tasa de interés sobre deudas; entre la tasa de interés sobre deudas y la eficiencia marginal del capital, esto es, los factores de capitalización para bienes de capital; y entre la eficiencia marginal del capital y el rendimiento probable sobre bienes de capital. Dado el volumen de dinero, esa relación determina un precio de demanda para los bienes de inversión. La curva de demanda para bienes de capital tiene pendiente positiva con respecto a la oferta de dinero.

versión condicionado a] riesgo de deudor de las empresas—
determina el ritmo de inversión real. Del volumen total gastado en
inversión (OBBili), OAAilx son fondos internos previstos y ABB^At
son fondos prestados esperados.

Supongamos que, para la inversión de Z_i , el plan de financiamiento se haya basado en las ganancias cuya obtención previeron las empresas si el ingreso agregado fuera suficiente para financiar una inversión agregada de I . En realidad, la inversión agregada es Z_i y, en la medida en que ese exceso de inversión conduzca a un ingreso agregado mayor que el previsto, también conducirá a un flujo de fondos internos de $Q(Z_i)$, que es mayor de lo previsto. Como resultado, tras ocurrir lo anterior, los flujos de efectivo internos son

tales que (Mtl_iZ_i de la inversión se financia internamente y ABB_jA_is<- financia de manera externa. En el caso ejemplificado, el mejoramiento de las ganancias logradas reduce en parte el financiamiento de inversiones por deuda planeado por las empresas y al mismo tiempo refuerza la disposición de éstas y de los banqueros a financiar mediante adeudos nuevos aumentos en inversión. El propósito de financiamiento no usado se guarda y queda disponible para financiar inversión futura. Además, como las cargas de la deuda son menores que las previstas, las ganancias de las acciones son mayores. Los precios de los valores responderán favorablemente a esos incrementos en el flujo de fondos internos.

Hemos planteado una manera de considerar la inversión, de acuerdo con la cual el “cálculo popular” del riesgo del prestador y del den-dor. reconocidamente influido por el funcionamiento pasado de la economía, actúa como regulador inmediato del ritmo de inversión y por ende de la economía. Siempre que la disposición al financiamiento por deuda aumente y se lleve a la práctica, según se muestra en el diagrama 5.5, aumenta la relación objetiva de CC a Q. A medida que las CC aumentan con respecto a las Q. y luego de deducir impuestos y pagos de efectivo por pasivos, las ganancias brutas empezarán crecer más rápidamente que el ritmo de inversión y de endeudamiento. Como prestadores y deudores buscan nuevos modos de financiar, la inversión, al margen los deudores acudirán cada vez más a fuentes de fondos que valúan la liquidez aún más alto, es decir, aumentarán las condiciones contractuales de las deudas. Lo cual implica que las necesidades de efectivo por deudas en el corto plazo puedan superar el efectivo que generen las Q. El hecho obedece sobre todo a la naturaleza de corto plazo de muchas deudas en periodos de auge, que exigen el pago del principal a un ritmo más rápido del que permite el efectivo generado por la operación subyacente. Las unidades que usan ese tipo de deuda necesitan refinar sus adeudos a medida que vencen sus contratos.

Una vez iniciado, un auge tiene una vida precaria. Depende de la realización de expectativas optimistas sobre rendimientos, para que las ganancias de capital aumenten tanto para los inversionistas en deudas y acciones como para los inversionistas en bienes de capital. Por una multitud de causas posibles —aumento de salarios o de costes de producción, retroalimentaciones de tasas de interés crecientes al valor de deuda previa de largo plazo, elevado costo de reembolso de deuda anterior—; un gran número de unidades se pueden ver obligadas al mismo tiempo a 'intentar reunir efectivo aprovechando la liquidez que supuestamente tienen algunos de sus activos, esto es, tratando de vender activos "líquidos". Más todavía, para algunas unidades puede llegar a ser tan pesada la carga de la deuda en forma de compromisos de efectivo que se vean obligadas a vender o a comprometer bienes de capital para conseguir efectivo con el cual satisfacer compromisos por adeudos.

Lo anterior puede ocurrir tanto a empresas comunes como a organizaciones financieras.

Los activos son líquidos mientras no haya preponderancia de los vendedores sobre los compradores. Cuando la necesidad de lograr posición vendiendo activos es muy generalizada, a menos que exista el apoyo de un amplio mercado de reserva, como un banco central previsor, los precios de los activos pueden desplomarse abruptamente. Cuando caen los precios de los activos —incluso de las acciones— también cae la correspondiente eficiencia marginal o el correspondiente precio de demanda de los bienes vs el capital.

LA TEORÍA DE LA INVERSIÓN

ptccw dr ir* vóme*. dt

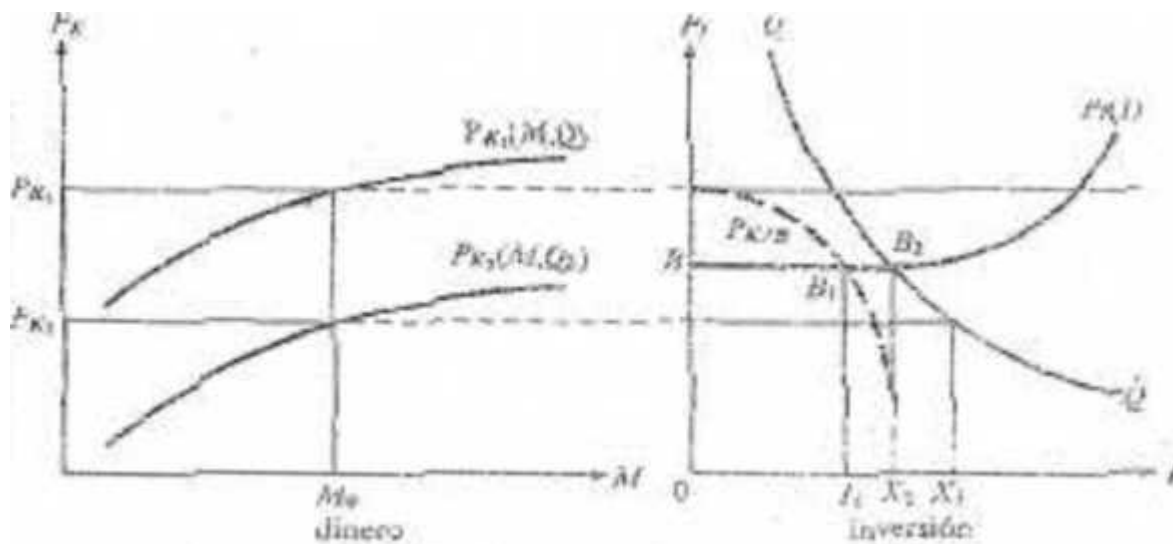


DIAGRAMA 5.7 Efecto de un cambio en la función $P_K(M)$

En el diagrama 5.7 se muestra la situación posterior a una "crisis" o una reconsideración de la estructura de endeudamiento deseable. Con $P_K(M \& P)$ y M_c de dinero, el precio de mercado de los bienes de capital es lo suficientemente elevado para que sea posible un financiamiento positivo por deuda. Sin embargo, la experiencia reciente ha hecho que los deudores potenciales consideren su riesgo de tal manera que sólo se desee OZ_i de inversión. Lo cual ocurrirá si la administración empieza a considerar demasiado arriesgadas las estructuras de endeudamiento. Se querrá entonces una reestructuración conservadora del balance; por ejemplo, de los fondos internos previstos, Q se gestarán OBB_i en inversión, mientras que $I_1B_1B_2X_2$ se usarán para cancelar deuda o adquirir activos financieros. En esa situación, si el ingreso que generarían los fondos internos previstos de Q necesitaran de inversión agregada por encima de Z_j , los fondos internos logrados serían menores que los previstos. El mejoramiento deseado de los balances no podrá lograrse y podría desencadenarse un proceso deflacionario de ingreso y deuda recurrente.

Si P_K es la relación que determina el precio de los bienes de capital, la totalidad de los fondos internos previstos se usará para cancelar deuda o para adquirir activos financieros. Tal como se ha trazado,

la máxima $P_{kz}(M,Q)$ es menor que la mínima P_j . En el grupo de diagramas usado para explicar la relación de inversión, éste constituye una ilustración de la trampa de la liquidez. La impotencia de la política monetaria presentada aquí no exige que la tasa de interés sobre deuda pública permanezca constante cuando aumenta la oferta de dinero. Según se muestra, aun cuando la tasa de interés sobre activos financieros siga bajando al aumentar la oferta de dinero, la tasa de capitalización aplicada a los bienes de inversión puede no bajar lo suficiente para inducir la inversión.

[1](#)

p. 419.

[2](#)

/W.

[3](#)

En el capítulo IV hablamos de los tres atributos de los activos, a los que llamamos: q , el rendimiento; c , los costos de almacenamiento; y l , el rendimiento de liquidez implícito. La tasa de capitalización para préstamos monetarios se denomina C_i , para indicar que el rendimiento de esos activos incluye algunos rendimientos de liquidez implícitos aunque, si el único rendimiento fuera la liquidez, el pago de efectivo contractual sería entonces un dólar por dólar de precio corriente.

VI. LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS, LA INESTABILIDAD FINANCIERA Y EL RITMO DE INVERSIÓN

LOS BANQUEROS, tanto de bancos de comercio como de inversión, financian y hacen de corredores por la adquisición y el control de bienes de capital por parte de las empresas, así como de la “propiedad” de las empresas por parte de las familias.

Hay en el mundo una multitud de activos reales que constituyen nuestra riqueza de capital: edificios, existencias de mercancías, bienes en proceso de manufactura y de transporte y así sucesivamente. Sin embargo los dueños nominales de esos activos con no poca frecuencia han pedido dinero prestado [cursivas de Keynes], a fin de ser dueños de ellos. En una medida correspondiente, los dueños reales de la riqueza tienen derechos, no sobre los activos reales, sino sobre el dinero. Una gran parte de ese “financiamiento” se hace por medio del sistema bancario, que interpone su garantía entre sus depositarios, quienes le prestan el dinero, y sus clientes deudores, a los cuales les presta el dinero para financiar la adquisición de activos reales. La interposición de ese velo de dinero entre el activo real y el dueño de la riqueza es una característica especialmente señalada del mundo moderno.¹

Dando servicio a las empresas, los bancos financian el control sobre los activos reales; al servir a las familias, financian y venden a la vez la adquisición y el control de activos financieros. En particular, los banqueros de inversión administran la distribución y los bancos comerciales financian la propiedad de las acciones. En una corporación moderna, la propiedad del interés de los valores está vinculada al proceso bancario.

Los banqueros viven en la misma atmósfera de expectativas que los administradores de bienes de capital reales y las familias que poseen acciones y otros activos financieros. El grado en que el sobreapoyo o el apalancamiento de las ganancias retenidas —esto es, el financiamiento por deuda— ocurre en el financiamiento de la inversión no sólo depende de las expectativas de empresas inversionistas sino también de la voluntad de los banqueros para avenirse con ese sobreapo-

Keynes, "The Consequences to the Banks of the Collapse on Monet Valué", en *Essays in Persuasion*, vol. IX, p. 151.

INESTABILIDAD FINANCIERA Y RITMO DE INVERSIÓN 129
yo, si no es que para estimularlo, y de la voluntad de las familias de tener esas acciones a precios revaluados e incluso en revaluación. Cuando las empresas y las familias incrementan ese sobreapoyo, los banqueros disminuyen la protección de que disfrutaban por el margen de inversión de los deudores en lo que sea que se financie.

En una economía capitalista, una última realidad es la serie de balances relacionados entre sí de las diversas unidades. Las partidas de los balances crean flujos de efectivo. Estos son resultado de 1) el sistema productor del ingreso, que incluye salarios, impuestos y ganancias brutas corporativas no financieras, tras deducción de impuesto, 2) la estructura financiera, que está compuesta de intereses, dividendos, rentas y pagos sobre préstamos, y 3) la negociación o comercio con bienes de capital e instrumentos financieros. En general, salvo en cuanto a los dividendos, los flujos de efectivo determinados por la estructura financiera son compromisos contractuales.

Las transacciones en partidas de los balances generan flujos de efectivo en la medida en que afectan el precio de mercado de esos activos. Esa capacidad de generar flujos de efectivo vendiendo un bien sin grandes concesiones en el precio da una medida de la

liquidez del bien. Keynes afirmaba que el desarrollo de mercados de valores organizados era necesario para ofrecer liquidez comparable a la del dinero a los intereses por propiedad, directos o indirectos, de bienes de capital:

En la medida en que un individuo pueda emplear su riqueza en atesorar o en prestar dinero, la alternativa de comprar bienes reales de capital no puede ser 1 o bastante atractiva (especialmente para el hombre que n o maneja los bienes de capital y sabe muy poco acerca de ellos), excepto cuando se organizan mercados en los que estos bienes pueden convertirse con facilidad en dinero. [717, p. 146; cursivas de Keynes.]

Es decir que, si la riqueza es propiedad de cualquier persona salvo de sus verdaderos operadores, los dueños que no operan con ella asignarán entonces una prima a la capacidad de desprenderse de, de vender, o de cambiar de posición a su riqueza.

Esa capacidad para poderse cambiar por dinero a voluntad del dueño, que es atributo particular de las inversiones financieras afecta el ritmo de inversión:

la liquidez de los mercados de inversión a menudo facilita, aunque algunas veces impide, el curso de las nuevas inversiones. Porque el hecho de que cada inversión individual se haga la ilusión de que su cortiprurio es "líquido" (aunque esto no puede ser cierto para todos los inversionistas colectivamente) calma sus nervios y lo anima mucho más a correr el riesgo. [7C, p. 146]

Hasta ahora hemos tenido presente ante todo el estado de confianza del especulador o del inversionista especulativo mismo y podría parecer que hemos supuesto tácitamente que, si el inversionista está satisfecho con sus propias perspectivas, tiene dominio ilimitado sobre el dinero a la tasa de interés del mercado. Éste no es el caso real, ciertamente, y por ello debemos tener también en cuenta la otra faceta del estado de confianza, es decir, la confianza de las

instituciones de crédito en aquellos que buscan préstamos en ellas, que algunas veces se ha descrito como el estado del crédito. Una baja violenta en el precio de los valores de rendimiento variable que haya tenido reacciones desastrosas sobre la eficiencia del capital, puede haberse debido al debilitamiento de la confianza especulativa o del estado del crédito. Pero mientras el debilitamiento de cualquiera de los dos es suficiente para ocasionar una baja violenta, la recuperación necesita que ambos revivan, porque mientras el debilitamiento del crédito es suficiente para ocasionar una postración, su fortalecimiento, aunque es requisito previo de la recuperación, no basta. (TU, p. 144 |

El estado del crédito refleja las ideas de los banqueros sobre los deudores y los banqueros financian a la vez las posiciones de detentores de activos reales y de accionistas poseedores de valores. Una revisión por parte de los banqueros de sus criterios acerca del apoyo apropiado por usar en el financiamiento de posiciones en bienes de capital no necesariamente causará una revisión inmediata en el valor de mercado de esos bienes, sobre todo si no están afectados los rendimientos probables y la tasa de capitalización. Pero esa revisión de criterios de los banqueros puede tener fuerte impacto en los precios de los valores. Ocurre así porque la organización de los mercados bursátiles está hecha para facilitar las transacciones de valores, lo que da lugar a un enorme volumen de esas inversiones indirectas y a una constante revaluación de su precio de mercado.

Las observaciones de Keynes acerca de las bolsas de valores y de su impacto en el comportamiento del sistema son particularmente pertinentes para nuestro argumento:

Sin embargo, las decisiones de invertir en negocios privados del viejo tipo eran, en gran parte, irrevocables no sólo para la comunidad en conjunto, sino también para los individuos. Con la separación entre la propiedad y la dirección que priva hoy, y con el desarrollo de mercados de inversión organizados, ha entrado en

juego un nuevo factor de gran importancia, que algunas veces facilita la inversión, pero que también • ontribuye a veces a aumentar mucho la inestabilidad del sistema. Cuando faltan los mercados de valores no úene objeto intentar revaluar con frecuencia una inversión en la cual nos hemos comprometido. Pero la bolsa revalúa muchas inversiones todos los días y estas revaluaciones dan frecuentes oportunidades a los individuos (aunque no a la comunidad en conjunto) para revisar sus compromisos. . . Pero las revaluaciones diarias de las bolsas de valo-

INESTABILIDAD FINANCIERA Y RITMO DE INVERSIÓN 131 re», auuque &e Nacer» can d c-bjeia principal de ía>-iltu-.i irjqiascn éntre individuos de inversiones pasadas, ejercen inevitablemente influencia decisiva sobre la lasa de las inversiones corrientes; porque no nene sentido crear una nueva empresa incurriendo en un gasto mayor que aquel a que se puede comprar otra igual ya exisiente, mientras que hay un incentivo pan» gastar en un nuevo proyecto lo que podría parecer una suma extravagante, si puede venderse en la bolsa de valoiei con una ganancia inmediata. Por eso ciertas clases de inversiones se rigen por el promedio de las cexpectari-.vas de quienes trafican en la bolsa de valores, tai como se maniliesta en el precio de las acciones, mus bien que por lns expectativas gen ulnas de) empresario profesional. [TG. p. 138 |

Keynes distinguía enríe empresa y c-spccuiacióri de la manera siguiente: atribuye

el término erpccu/iKioe a ia actividad de prevei la psicología del mercado, y la palabra emprcia. o apiri tu de tmfmsa. a la tarca de prever los rendimientos probables de los bienes (¿de capital?) por todo el tiempo que duren. . No obstante, a medida que mejora la organización de los mercadea de inversión en acciones, el riesgo del predominio de la especulación aumenta. (7C, pp. 144-145; cursivas de Keynes]

Un especulador hace fortuna apostando correctamente al viraje del mercado, tomando posición larga cuando espera que aumenten los precios de los valores, o bien una posición corta cuando espera que disminuyan. Lo cual lleva a Keynes a la conocidísima conclusión, ya citada por nosotros con anterioridad, de que

Los especuladores pueden no hacer daño cuando sólo son burbujas en una corriente firme de espíritu de empresa; pero la situación es seria cuando la empresa se convierte en burbuja dentro de una vorágine de especulación. Cuando el desarrollo del capital en un país se convierte en subproducto de las actividades propias de un casino, es probable que aquél se realice mal (Keynes, p. 145.)

Siempre que, como resultado de un mejoramiento de la confianza y del crédito aumenta el apoyo a la inversión, los dueños de la existencia de bienes de capital heredada, cuya estructura de pasivos es compatible con un estadio de confianza previa, se encuentran a sí mismos con un margen ocioso de "capacidad de endeudamiento". Ese margen es tan bueno como las ganancias retenidas para ofrecer una base a la expansión de la propiedad de bienes de capital. Así, un aumento en la confianza y en el estado del crédito equivale por su efecto en el potencial de financiamiento de inversión por deuda a un mejoramiento en el rendimiento corriente. Aun cuando las empresas de operación no reaccionen ante esos nuevos criterios acerca de la estructura de pa-

INESTABILIDAD FINANCIERA Y RITMO DE INVERSIÓN si el nivel de endeudamiento es adecuado, bien puede producirse un aumento de apalancamiento.

Los dueños y los probables dueños de acciones pueden considerar el endeudamiento por deuda de la propiedad de acciones como una opción alternativa al financiamiento por deuda de posiciones en bienes de capital por parte de la organización poseedora. Ciertamente es que los mismos cambios en el estado de confianza que afectan el financiamiento de las corporaciones afectan el financiamiento de la propiedad de acciones. (A decir verdad, empresarios,

administradores y banqueros como representantes de las familias son los principales dueños de acciones en las economías con la distribución de ingreso y de riqueza que caracteriza al capitalismo.) Es de esperar que un aumento en los préstamos pedidos para poseer acciones acompañe a un aumento en el deseo de financiar mediante deuda la adquisición de bienes de capital. De tal suerte, con una oferta fijada acciones suben los precios de mercado de ellas.

El financiamiento de una producción adicional de bienes de capital y a la vez de una mayor financiación de posiciones por deuda debe venir de alguna parte. Se pueden identificar dos fuentes de financiamiento de ese tipo: la creación de dinero y la diversificación de carteras por parte de los dueños de la riqueza, con respecto especialmente a la posesión de dinero, pero también a acciones y bienes de capital. Keynes señalaba que "en general, los bancos tienen la posición clave en la transición de una escala de actividad menor a una mayor".

Los banqueros pueden ser especuladores, al igual que otros hombres de negocios. A decir verdad, debido a que los pasivos de los banqueros son depósitos a la vista, o a corto plazo, y siendo sus activos principalmente préstamos con fecha determinada de vencimiento, a corto o largo plazo, los banqueros siempre son especuladores. Siempre especulan con su capacidad de refinanciar sus posiciones sobre activos a medida que se producen retiros de depósitos. Tal como se practica, la actividad bancaria no podría existir sin mercados entre bancos de préstamos y de valores muy desarrollados.

Los banqueros también especulan con la composición de sus activos. Incluso bien pueden vender posiciones en valores negociables con objeto de financiar préstamos adicionales durante un auge. Pero incluso cuando los banqueros venden valores, éstos deben permanecer dentro del sistema económico. Lo cual se logra mediante el ingreso de esos valores en alguna cartera no bancaria,

como sustituto de efectivo. Para que se produzca esa sustitución, se le debe hacer atractiva mediante tasas de interés más altas. Durante los auges, los banqueros vuelven a comprar capacidad de préstamo vendiendo su cartera de in-

Keynes, "The 'Ex-Ante' Theory of the Rate of Interest", p. 668.

versión a familias, a poseedores corporativos de efectivo y a intermediarios financieros no bancarios.

En el sistema bancario norteamericano, los bancos pueden aumentar la relación de pasivos bancarios a reservas bancarias sustituyendo depósitos de demanda por tiempo, sustituyendo a los préstamos reales por promesas de préstamo (líneas de crédito) y variando la eficiencia con que se utilizan las reservas a través de las transacciones interbancarias de reservas, esto es, de las transacciones con fondos federales. De ese modo, el volumen de dinero efectivo se determina de manera endógena. Por otra parte, las empresas pueden vender sus deudas, llamadas papel comercial, en el mercado abierto. Lo cual absorbe y activa los balances de efectivo en el corto plazo de otras unidades. El papel comercial es muy semejante al dinero como excelente instrumento temporal de poder de compra, especialmente porque puede confeccionarse según las especificaciones del que lo posee.

De esa suerte, el efecto de un mayor financiamiento externo consiste en incrementar la oferta de dinero y a la vez en reducir los balances de efectivo ociosos. A decir verdad, de ser éste un concepto operacionalmente significativo, los cambios de velocidad son resultado de esas sustituciones en las carteras de activos monetarios por deuda a corto plazo.

Durante el movimiento de conglomeración ocurrido en Estados Unidos en la década de los sesenta, se hizo evidente otro de los aspectos en que las finanzas corporativas afectan la estructura de la deuda. La compra de acciones de control en una absorción de e

Una empresa con frecuencia se logra mediante la emisión de un complicado paquete de dinero, valores y deuda por parte de la empresa “compradora”. Después de ese tipo de absorción, la familia dueña de las acciones posee una combinación de acciones y deudas en la nueva corporación, en vez de la propiedad de acciones en la antigua organización. El dinero usado en esos tratos con frecuencia proviene de los préstamos pedidos y del “exceso” de dinero de la empresa compradora y la empresa comprada a la vez. Hay ejemplos en que el “efectivo” en el balance de la empresa comprada fue usado por el comprador para pagar casi toda la adquisición.

La conglomeración de empresas puede servir para uno o para dos propósitos destacables en un mundo con deuda. Por un camino — el camino de la empresa — si la compañía A produce un conjunto de rendimientos probables Q_A y la compañía B produce un conjunto de rendimientos probables Q_B , el empresario imagina que, bajo su dirección, la nueva compañía A + B producirá $Q_A + Q_B$, mayor que Q_A . Si el exceso de rendimiento es suficientemente considerable; incluso la administración más prudente de prevención del riesgo deseará emitir deuda para financiar la adquisición del control de una empresa.

El

El tipo de control especulativo podría describirse como sigue: la empresa A es una firma financiada mediante deuda, que tiene flujos de efectivo por deuda de C_A tales que $C_A/Q_A = a$, la empresa B, digamos, ha evitado el financiamiento por deuda: $C_B = 0$. La empresa J imagina que si logra el control de la empresa B y si la relación de deuda de la empresa A se puede aplicar a los rendimientos probables de la empresa B, entonces se puede lograr que aQ_B de efectivo se obtenga por deuda. Ese efectivo se puede usar para la expansión posterior de la empresa A + B. Las adquisiciones de control especulativas se basan en las posibilidades de apoyo abiertas por la existencia de empresa»

conservadoras, empresas cuyos balances reflejan prácticas financieras “más viejas”.

El efecto de esas sustituciones de cartera tanto por parte de emisores de: pasivo como de poseedores de activos es generar, en lo agregado y en el corto plazo, una curva elástica de oferta de financiamiento. Al desarrollarse el auge, la curva de oferta de financiamiento por sustitución de cartera se absorbe y puede ser menos elástica. Lo cual significa que, en la primera fase de un auge, las condiciones de financiamiento no cambian mucho aunque el financiamiento por deuda se amplíe rápidamente. En etapas posteriores de un auge, las condiciones de financiamiento pueden aumentar abruptamente. En la medida en que las transacciones previas fueron financiadas con préstamos a corto plazo, esos incrementos en las cargas de financiamiento pueden repercutir y afectar adversamente el valor de transacciones anteriores al ser refinanciadas.

Así, el desarrollo de un auge ve la experimentación con pasivos en tres niveles. Las empresas se comprometen más decididamente en el " financiamiento por deuda, las familias y las empresas recortan su efectivo y su posesión de activos líquidos en relación con su deuda y los “bancos” incrementan sus préstamos a expensas de la posesión de valores, especialmente deuda pública. Más todavía, en medida siempre creciente, los bancos dependen de la administración de sus pasivos para acoger deudores, y las empresas deudoras emprenden una activa administración de pasivos para financiar su posición de activos.

A decir verdad, la complejidad se lleva más lejos cuando esas instituciones financieras no bancarias usan deuda bancaria, deuda de . mercado abierto y bonos de largo plazo para adquirir deudas. Entonces se produce un sobreapoyo de deudas. Esa deuda se constituye sobre una base principal; las cuasi rentas, las Q , ganadas por las empresas al producir ingreso. Además, en un mundo en que

las familias pidenpreciado, existe otro sobreapoyo de deuda cuya base es el ingreso familiar, sobre todo los sitiarlos. ■

El crecimiento de la intermediación financiera y los mercados secundarios agrega, otros grupos de activos que se pueden tener en cartera como activos líquidos; como tales, son sustitutos de dinero. Esa intermediación financiera suele elevar el precio de los bienes de capital en comparación con el precio de la producción corriente.

De tal suerte, la especulación tiene tres aspectos: 1) los dueños de bienes de capital especulan con la inversión financiada por deuda y con las posiciones en la existencia de bienes de capital; 2) los bancos y otras instituciones financieras especulan con la mezcla de activos que poseen y con la mezcla de pasivos que deben; 3) las empresas y las familias especulan con los activos financieros que poseen y con el modo de financiar su posición en esos activos.

Durante un auge disminuye la demanda especulativa de dinero y las carteras se componen de una mayor proporción de posiciones financiadas mediante deuda. Los dueños de bienes de capital comprometen mayores proporciones de los flujos de efectivo que esperan por concepto de operaciones, sus para el pago de compromisos financieros CC. Los bancos incrementan su propiedad de préstamos a expensas de las inversiones, y mediante una administración activa de pasivos incrementan su escala de operaciones para determinadas reservas de efectivo. Otras instituciones financieras también incrementan su escala de operaciones buscando activamente fondos. Las familias y las empresas sustituyen el dinero mediante activos financieros que no son dinero como sus reservas líquidas.

Tanto las unidades de operación como las unidades financieras con estructuras de pasivos complejas des arrollan compromisos de pago de efectivo.que exced en los ingresos de efectivo a obtener en el corto plazo por contratos que poseen o por concepto de operaciones. Para cumplir sus compromisos de pago de efectivo,

deben refinanciarse vendiendo sus activos o sus pasivos. Algunos activos y algunos pasivos financieros tienen mercados que son grandes, con muchos participantes, y profundos, en el sentido de que pequeñas concesiones en el precio provocarán un gran incremento de fondos, esto es, una oferta elástica de financiamiento. Otros mercados financieros son reducidos, con sólo unos cuantos participantes, y poco profundos, de suerte que cualquier incremento en el volumen ofrecido conducirá a grandes reducciones de precio, sin ningún aumento proporcionado en la oferta de fondos.

El proceso de vender activos o pasivos financieros para cumplir compromisos de pago se llama “formación de posición”, constituyendo esa posición la tenencia, por parte de la unidad, de activos que, pese a obtener un ingreso, no poseen mercados en los que se puedan vender con facilidad. En cuanto a las corporaciones, la “posición” que se debe financiar se refiere a los bienes de capital necesarios para la producción; en el caso de las firmas financieras, la “posición” está definida por los activos con mercados secundarios pobres.

A medida que se desarrolla un auge, las familias, las empresas y las instituciones financieras se ven obligadas a emprender actividades de formación de posición aún más aventuradas. Cuando se llega al límite de su capacidad de pedir prestado a uno para pagar a otro, la disyuntiva es o bien vender cierta posición o bien detener o aminorar la adquisición de activos. Para las empresas de operación, eso implica una reducción del apoyo usado en el financiamiento de nueva inversión. En el diagrama 6.1, la inversión deseada para una empresa se desplaza de Z_1 a Z_2 a medida que la empresa y los banqueros son más optimistas, y de I_1 a Z_1 a medida que lo son menos y se ven más presionados por las condiciones de financiamiento.

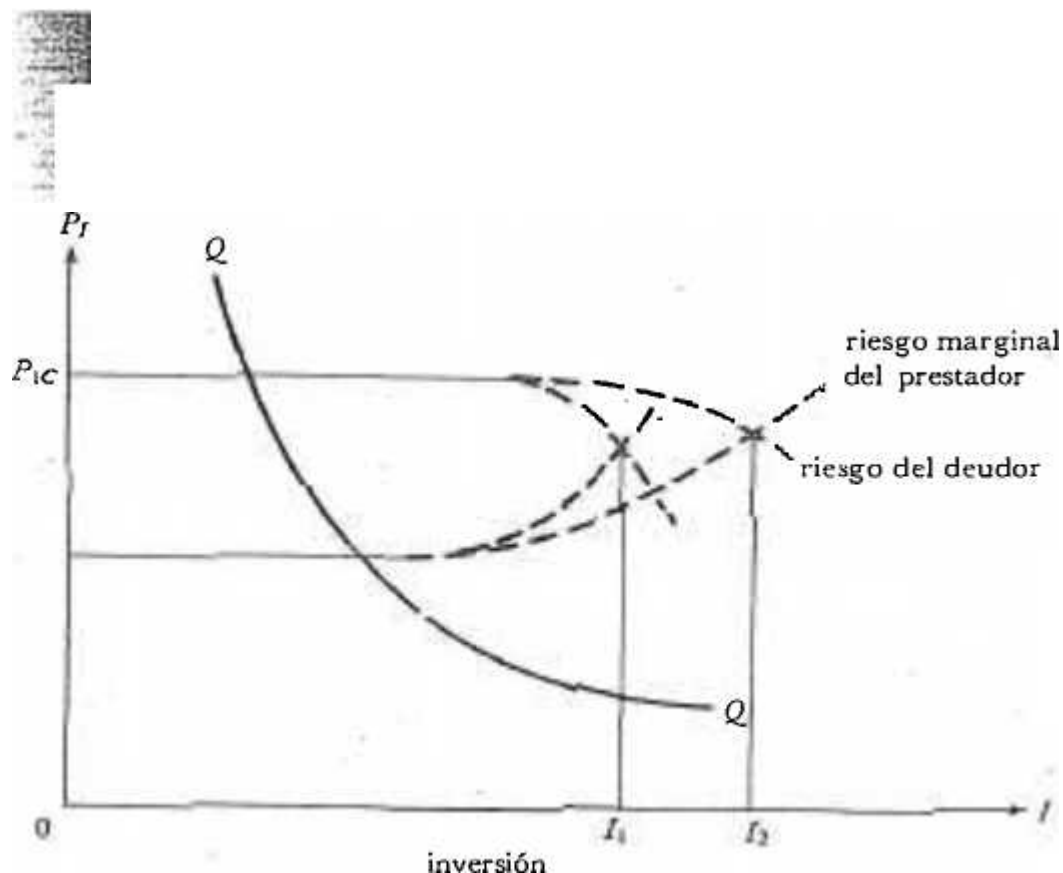


Diagrama 6.1 Condiciones de financiamiento e inversión

Cuando aumenta la demanda especulativa de dinero, debido a que se ve un aumento del peligro emanado de las estructuras de pasivos, las empresas, las familias y las instituciones financieras tratan de vender o de reducir sus activos para pagar deudas. Lo cual provoca una caída en el precio de los activos. Entonces se producirá un descenso en la función P_k^{MQ} (diagrama 6.2) de P_{k1} a P_{k2} ; es lo que ocurre en una crisis. Una disminución en el precio de las acciones es uno de los aspectos de una situación de crisis.

El proceso de deflación de la deuda, como el descrito por Fisher,¹ consecutivo a una crisis surge de dos situaciones. En el diagrama 6.3 se muestra la situación de una empresa. Aquí, el precio de demanda de bienes de capital derivado de la capitalización de mercado de las

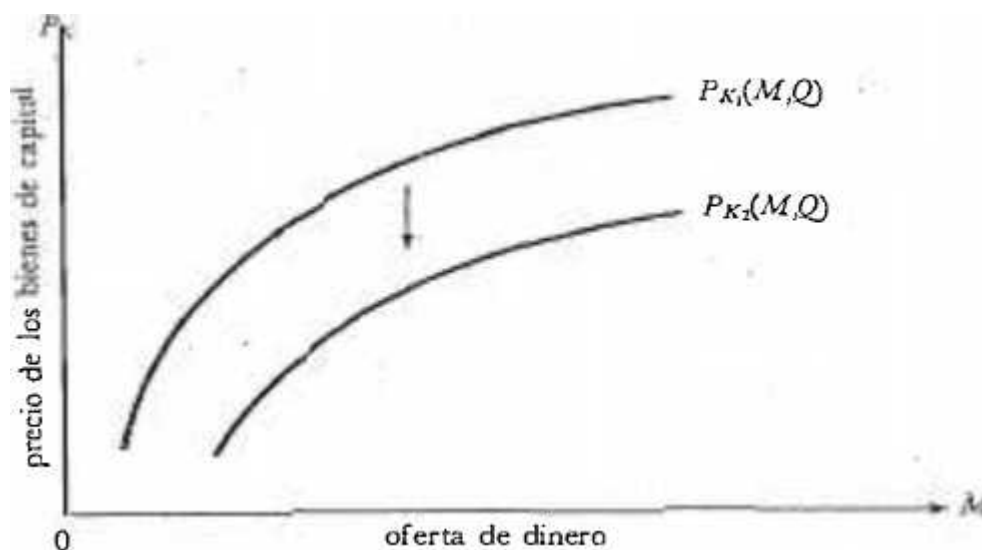


Diagrama 6.2 La relación P_k dinero

cuasi rentas es mayor que el precio de oferta, pero el riesgo del deudor es tan grande que la inversión resulta menor de la que pueden financiar los fondos internos. En el diagrama 6.4, que muestra la segunda situación, el precio de demanda de los bienes de capital se halla por debajo del precio de oferta; en ese caso, la inversión tenderá a cero. Todos los fondos generados internamente se utilizan para pagar deuda. Ante tal situación, uno de los principales objetivos de las empresas, los banqueros y los intermediarios financieros consiste en limpiar sus balances. Con frecuencia, en situaciones como las que se muestran en los diagramas 6.3 y 6.4, las empresas también “consolidarán” su deuda a corto plazo, esto es, emitirán deuda a largo plazo para sustituir deuda a corto plazo por vencer. De ese modo se pueden reducir los compromisos de finio de efectivo de la estructura de pasivos próximos a vencer. Esa consolidación puede mostrar tendencia a sostener e incluso a elevar las tasas de interés en el largo plazo, aun cuando las tasas de interés de corto plazo disminuyan: los bancos pueden tener capacidad de préstamo y los deudores, tanto como los banqueros, pueden mostrar poca disposición a usarla.

Con los diagramas 6.3 y 6.4 dejamos de estar en periodos de auge; nos encontramos en un proceso de deflación de la deuda.

Entonces se produce una retroalimentación desde los desarrollos financieros hacia la producción de demanda de inversión y por la vía del multiplicador hacia la producción de demanda de consumo. Los resultados son la desocupación y la depresión.

El efecto combinado de las propiedades estabilizadoras de corto plazo de los gastos de consumo, las propiedades estabilizadoras del gasto gubernamental y del cobro de impuestos, y la influencia de aquellos activos monetarios que no son deuda de ninguna unidad,

138 INESTABILIDAD FINANCIERA Y RITMO DE INVERSIÓN

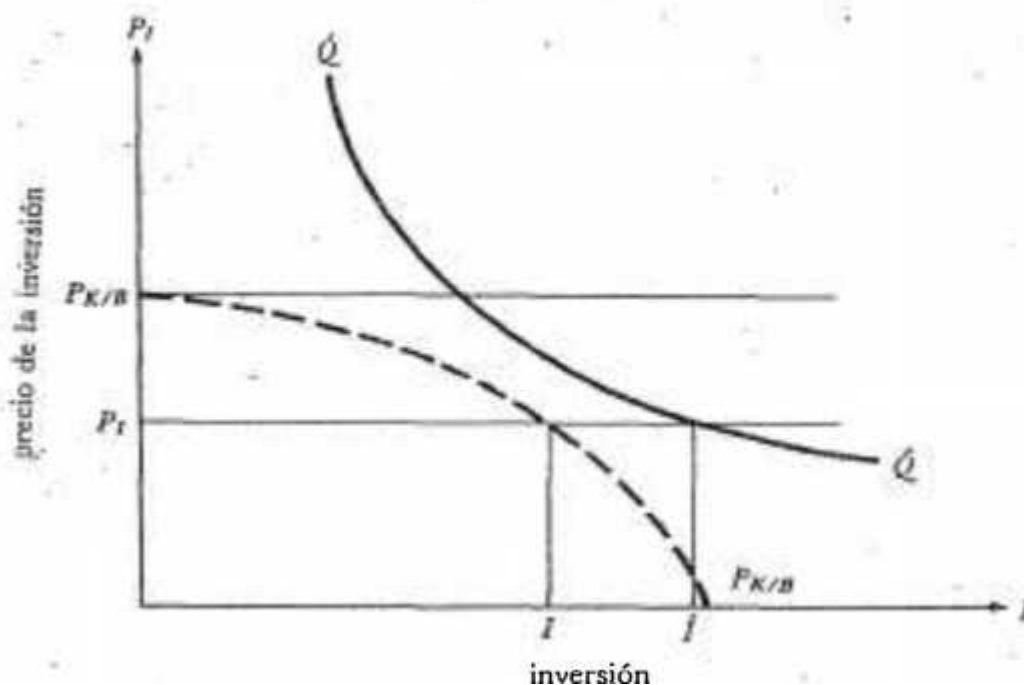


Diagrama 6.3 El riesgo del deudor y la deflación por deuda

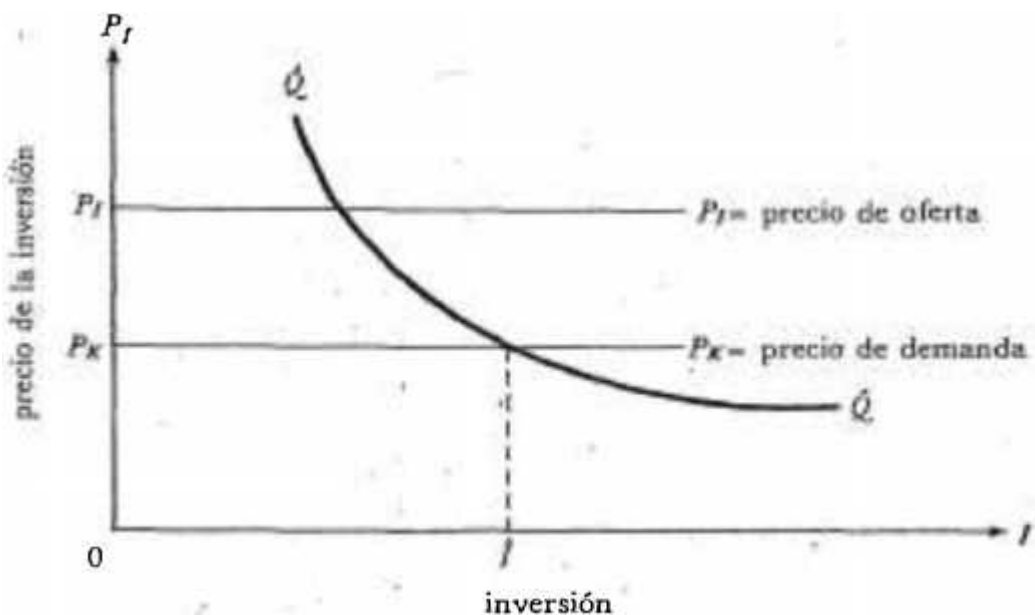


DIAGRAMA 6.4 *Precio de oferta mayor del precio de demanda*

con el banco central actuando de prestador de último recurso, tratará de detener la deflación de la deuda y la reducción del ingreso que la acompaña. Sin embargo, como un proceso de deflación de la deuda tiene un efecto a la vez inmediato y prolongado sobre la inversión y las posiciones de deuda deseadas, llevará a un periodo de desocupación persistente. Un ingreso relativamente bajo, una desocupación elevada y una recesión con estancamiento de profundidad y duración inciertas seguirán a un proceso de deflación de la deuda.

A medida que menguan las repercusiones de la deflación de la deuda, a medida que sobreviene la desinversión y a medida que se restauran las posiciones financieras durante la fase de estancamiento, empiezan cierta recuperación y cierta expansión. Esa recuperación comienza tanto con los recuerdos vivos de la pérdida sufrida a causa de las arriesgadas posiciones de pasivo durante la deflación de la deuda como con estructuras de pasivos saneadas de deudas. Sin embargo, el éxito es padre del atrevimiento y con el tiempo se borra el recuerdo del desastre pasado. La estabilidad —incluso la de una expresión— es

desestabilizadora en cuanto a que el financiamiento más aventurado de la inversión da resultado para quienes lo encabezan, de suerte que otros los imitan. Así, a una velocidad creciente, la expansión da paso a un auge.

Por eso, Keynes observa que, dentro de una economía, capitalista, “las facilidades ‘financieras’ regulan en gran medida el ritmo de la nueva inversión”;⁴ y el ritmo de inversión es el que determina al ingreso y el empleo.

Keynes escribió que, ante la incertidumbre, “en la práctica hemos convenido tácitamente, por regla general, en referirnos a lo que en realidad es una convención” {TG, p. 139; cursivas de Keynes). Pero en una economía capitalista, el aspecto menos determinado por la tecnología o por las propiedades psicológicas fundamentales, aquel que más claramente es una convención o incluso una moda, que está sujeto a estados de ánimo optimistas y pesimistas y reacciona ante las visiones de los adivinos, es la estructura de pasivos de las organizaciones de operación y las organizaciones financieras. En las economías en que existen tanto el pedir como el dar prestado, la ingeniosidad se demuestra en la introducción y desarrollo de innovaciones financieras, así como en innovaciones de la producción y del mercadeo. El financiamiento se basa con frecuencia en el supuesto de que “la situación existente en los negocios continuará por tiempo indefinido” (TG, p. 139), pero ese supuesto desde luego es falso. Durante un auge, el estado existente es de auge con las ganancias de capital y las revaluaciones de activos que lo acompañan. Tanto durante una deflación de la deuda como en una recesión con estancamiento se hace la misma suposición convencional de que siempre rige el presente: la prudencia rectora indica que las deudas se deben evitar porque llevan al desastre. A medida que una recuperación se acerca al pleno empleo, la ge-

Keynes, “The Alternative Theories of the Rate of Interest”, p. 248.

«O INESTABILIDAD FINANCIERA Y RITMO DE INVERSIÓN
nación de adivinos económicos de) momento proclamará que el ciclo económico fue borrado de la faz de la tierra y que ha empezado una nueva era de prosperidad permanente. Se pueden contraer deudas porque los nuevos instrumentos políticos —ya sea el Sistema de la Reserva Federal, ya la política fiscal—; junto con la mayor sofisticación de los científicos económicos que brindan asesoría política, garantizan que las crisis y las deflaciones de la deuda son ya cosa del pasado. Pero en realidad ni el auge, ni la deflación de la deuda, ni el estancamiento, y desde luego tampoco una recuperación o un crecimiento con pleno empleo pueden prolongarse de manera indefinida. Cada estadio alimenta fuerzas que conducen hacia su propia destrucción.

Entre todos los mercados de la economía, los mercados de inversiones y de instrumentos de deuda usados para adquirir acciones y control sobre bienes de capital son aquellos que más claramente se basan en tenues convenciones. Por consiguiente, "no debemos sorprendernos de que una convención tan arbitraria desde un punto de vista absoluto tenga sus puntos débiles. El que sea precario es lo que crea una parte no pequeña de nuestro problema contemporáneo de lograr un volumen suficiente de inversión" (1937, p. 140).

La conclusión de nuestro argumento es que el paso faltante en la teoría keynesiana común era la consideración explícita del financiamiento capitalista en un contexto cíclico y especulativo. Una vez que se introduce el financiamiento capitalista y se examina explícitamente el desarrollo de los flujos de efectivo (tal como se asientan en los distintos balances) durante los diversos estadios de la economía, se vuelve evidente toda la fuerza de las ideas revolucionarias y del marco de análisis alternativo desarrollados por Keynes.

Ignoro por qué se dejaron esencialmente implícitos los aspectos financieros y por qué fueron sujetos a alusión y no a una

argumentación detallada en la 'Teoría general. Tal vez, como sugirió Joan Robinson, Keynes era como una serpiente mudando de piel mientras escribía la Teoría general, y el libro fue escrito cuando la antigua piel —la concepción clásica— aún no se desprendía por entero. Así, en la Teoría general, Keynes no apareció con un análisis cíclico y financiero totalmente acabado ni con una crítica del capitalismo. En su pensamiento quedaba lo suficiente del paradigma del trueque para impedirle dar el paso final hacia un análisis del proceso capitalista enteramente arraigado en "la City" y en "Wall Street".

Aun cuando seamos incapaces de explicar por qué Keynes no se explayó en su alusión al financiamiento, podemos dar una razón de por qué las generaciones sucesivas no siguieron sus sugerencias. En primer lugar, como ya ha dicho con anterioridad, los problemas del periodo que va desde la aparición de la Teoría general hasta un pasado

reciente, digamos hasta mediados de los sesenta, se caracterizaron por un sólido financiamiento. No había las fiebres especulativas que caracterizaron los estallidos de auge previos. El sistema bancario salió de la guerra con una cartera cargada pesadamente de deuda gubernamental y no fue sino hasta los años sesenta cuando los bancos empezaron a especular activamente con respecto a sus pasivos. Fue un periodo único en que el financiamiento importó relativamente poco; cuando menos, el financiamiento no interpuso sus procedimientos desestabilizadores.

Más todavía, desafortunadamente a causa de la continuación de un voluminoso gasto militar, el papel del gobierno siguió siendo muy importante mientras que, con el fuerte peso de los impuestos sobre la renta y el empleo, las cargas fiscales eran altas y sensibles a los cambios en el ingreso. Así, se encontraron en operación una elevada base de ingresos debida al gasto gubernamental y una limitación fiscal contra una expansión excesiva debida al sistema impositivo. Incluso luego de la crisis en 1966, la compresión de la

liquidez en 1969-1970, las devaluaciones de 1971 y 1973, y la persistencia de la inflación, sigue siendo cierto que la combinación de cambios estructurales, particularmente el tamaño relativo del gobierno, y de operaciones políticas más complejas ha modificado la forma, aunque no el carácter esencial. de los cielos económicos capitalistas.

v

Se puede proponer una última razón de por qué el énfasis en el financiamiento hecho por Keynes en la Gran Depresión no fuera seguido al desarrollarse la economía luego de la segunda Guerra Mundial. Los economistas analíticos no contaban con el conocimiento de Keynes de las operaciones de la City o de Wall Street. En el periodo posterior a la segunda Guerra Mundial, las carreras de economista se hacían mediante combinaciones de trabajo puramente académico y servicio público. La concepción basada en el conocimiento de la operación de las finanzas que poseía Keynes no estaba fácilmente al alcance de los economistas académicos, y quienes conocían las finanzas no tenían esa actitud escéptica y distinta hacia la empresa capitalista necesaria para entender y apreciar la actitud básicamente crítica que resumaba la obra de Keynes.

De esa suerte, el mensaje se pasó por alto: es el financiamiento el que actúa como rector de la inversión, desalentándola unas veces y otras más ampliándola. Como resultado, el financiamiento marca el ritmo de la economía.

VII. ALGUNAS IMPLICACIONES DE LA INTERPRETACIÓN ALTERNATIVA

Introducción

En LOS capítulos III a VI se ha presentado una interpretación de la Teoría general basada en la teoría de inversión y financiamiento de Keynes. Es una interpretación alternativa a la opinión convencional

de hoy en día, según la cual las aportaciones válidas de la Teoría general se han incorporado en la síntesis neoclásica. Sin embargo, mientras que la síntesis neoclásica lleva a planteamientos en el sentido de que la trayectoria normal de una economía de mercado se puede caracterizar como una de crecimiento con pleno empleo, la interpretación alternativa lleva a planteamientos según los cuales la trayectoria normal de una economía capitalista es cíclica; esto es, la trayectoria normal se puede caracterizar como una sucesión de fases de sistema. De ese modo, ambas interpretaciones de Keynes llevan a concepciones sustancialmente distintas del funcionamiento normal de una economía capitalista.

En la interpretación alternativa, la esencia del sistema de Keynes consiste en un análisis tanto del financiamiento capitalista en un contexto de incertidumbre como del modo en que el financiamiento capitalista afecta la evaluación de bienes incluidos en la existencia de bienes de capital, afectando así el ritmo de inversión. Esa esencia de la economía keynesiana es fundamentalmente incongruente con la función de producción estática y con los conceptos del sistema de preferencia invariante que son base de la síntesis neoclásica. Keynes y la concepción neoclásica se mezclan sólo si uno de los dos es deformado. En la síntesis neoclásica, se ha falseado a Keynes.

En la teoría de Keynes, la inversión es el sintonizador inmediato de la demanda agregada. En el modelo de evaluación de activos de Keynes, los bienes de capital productivos tal vez se aprecien mejor como un activo financiero especulativo más, aunque particular. La peculiaridad de los bienes de capital como activos financieros se debe a la debilidad de muchos de los mercados de reventa de esos activos y al hecho de que los rendimientos que puede obtener un bien de capital son contingentes respecto del desempeño de una empresa determinada, que opere en un mercado definido, y a la vez respecto del comportamiento cíclico general de la economía.

En términos de cartera, la producción de un incremento a la existencia de capital es equivalente a la creación de un aumento a la existencia de activos financieros. Sin embargo, mientras que la producción de un aumento a la existencia de activos financieros ordinarios no genera una demanda importante de trabajo ni incrementa la capacidad productiva, la inversión exige el empleo de trabajo e incrementa la capacidad productiva. Además, la inversión debe financiarse. Lo cual implica que la inversión deje tras de sí un residuo de instrumentos financieros apropiados.

En este capítulo consideraremos algunas implicaciones de la interpretación alternativa. La demanda de inversión que, en lo agregado, exige típicamente financiamiento externo, y la demanda de consumo, que en primera instancia se puede suponer financiada por los salarios y por la recepción de dividendos e intereses de las familias, se considerarán restricciones presupuestales. En el análisis microeconómico convencional de la opción de productores y de consumidores, una función de producción o un sistema de preferencias se combina con una restricción presupuesta! para dar la combinación de bienes producidos y usados. Sin embargo, rara vez se plantea la pregunta de “¿Qué determina las restricciones presupuestales?” y, cuando se plantea, la respuesta con frecuencia es evasiva. En el nivel de la teoría de precios, se desconoce el modo en que las relaciones bancarias y financieras afectan lo que se gasta. Puesto que la demanda efectiva de producción corriente por parte de un sector está determinada no sólo por los flujos de ingreso corriente y por el financiamiento externo corriente, sino también por los compromisos de pago de efectivo del sector debidos a deuda pasada, la interpretación Alternativa se puede resumir como una teoría de la determinación de las restricciones presupuestales efectivas. La economía de la determinación de la restricción presupuesta! precede lógicamente a la economía de la selección de líneas particulares de inversión y consumo, y le prepara el camino.

Nuestro modelo del proceso de inversión se enfocó hacia dos mercados y hacia la manera en que éstos se vinculan mediante el financiamiento. Uno de los mercados determinaba el precio de demanda de los bienes de capital, el otro nos daba el precio de oferta de la producción de inversión, mientras que los mercados financieros vinculaban a ambos determinando a la vez la posición de la curva que nos da el precio de demanda de los bienes de capital y las condiciones en que se pueden financiar los bienes de inversión. En nuestro argumento, la primera curva se desplazaba a medida que la incertidumbre y los desarrollos del mercado financiero afectaban las posibilidades y las preferencias de cartera, mientras que a la curva de producción de bienes de inversión se le consideraba fija. En este capítulo investigaremos el modo en que la curva de producción de bienes de inversión

1M IMPLICACIONES DE LA INTERPRETACIÓN ALTERNATIVA se desplaza a medida que cambian la tasa de salarios-dinero y lo que Keynes llamaba costo de uso, y aplicaremos nuestros resultados a procesos deflacionarios e inflacionarios.

La ECONOMÍA DE LAS RESTRICCIONES PRESUPUESTALES

En una economía privada y cerrada, en que se pueden pasar por alto la demanda gubernamental y la demanda externa, la demanda final total, o ingreso, es igual a la suma de la demanda de consumo y de inversión; $Y = C + I$. Esta demanda agregada es la que entra en la recíproca de la función de oferta para determinar el nivel de ocupación. La lectura recíproca de la función de oferta como función de empleo se abordó en el capítulo II.

La demanda de consumo es pasiva. En el contexto cíclico depende sobre todo del ingreso; esto es, $C = C(Y)$. En el contexto de una economía cerrada, sin sector gubernamental ni sector externo, el ingreso es igual a la cuenta de salarios más las ganancias. En un análisis orientado hacia los flujos de efectivo es mejor considerar a

las ganancias como ganancias brutas, a la inversión como inversión bruta y por ende al ingreso como producto nacional bruto.

Si suponemos que no existen convenios de crédito a plazos y que los ingresos de los trabajadores no son ni tan generosos ni tan seguros para que ellos logren acumular recursos financieros, entonces el consumo de los trabajadores será igual a sus salarios: supuesto este que no es necesario, sino sólo conveniente.

El ingreso de ganancias brutas (las cuasi rentas de nuestro argumento anterior) en parte se conserva, en parte se usa para pagar deudas contractuales y cargas de deuda, y en parte se paga como dividendos e interés. Las ganancias retenidas son los fondos internos (la de nuestro argumento previo) que se pueden juntar con deuda para financiar la adquisición de bienes de capital adicionales, sea de los bienes de capital existentes, sea de la producción de productos de inversión. Los dividendos y las cargas de intereses pagados por la empresa, \geq (igual a Q), son ingreso familiar que puede financiar la demanda de consumo. Suponemos que una parte de esos rendimientos financieros se use de ese modo. Lo que queda del ingreso no salarial) de las familias se usa para adquirir activos financieros.

Las ganancias brutas menos impuestos y pago de intereses sobre instrumentos financieros son las ganancias retenidas, las ≥ 5 , de nuestro argumento anterior. Son la base del financiamiento por deuda de la inversión o, alternativamente, están disponibles para reducir deudas pendientes o para adquirir inversiones financieras. La inversión es cierto multiplicador de relación de deuda variable del volumen que

IMPLICACIONES DE LA INTERPRETACIÓN ALTERNATIVA 145
pueden financiar las ganancias brutas retenidas que se prevén De ese modo, la demanda de inversión consiste de dos partes, el «Jumen que se puede financiar mediante fondos internos y el que

se financia mediante deudas. La restricción presupuesta! de la inversión es

$1 - (1 + \alpha) X \geq 0$ en una expansión normal

$X \geq 0$ en un auge

$X \leq 0$ en una recesión

$X \leq 0$ en una deflación de la deuda

donde Y son los ingresos retenidos del periodo y X es un múltiplo de relación de deuda variable sobre ingresos retenidos (los símbolo)* $>$ $>$ y $<$ significan "muchísimo" mayor y "muchísimo" menor): X (5 es el financiamiento externo.

La restricción presupuesta] para el gasto de consumo familiar es:

$C \leq H + \alpha D$.

donde a es la proporción gastada del ingreso familiar proveniente de la posesión de capit; > 1 .

La restricción presupuesta! total es la suma del presupuesto de consumo más el presupuesto de inversión:

$Y - H + \alpha D \geq (1 + \alpha) X$.

Del ingreso familiar recibido $(1 - \alpha)Y$ no se usa para financiar el consumo. Por intermediación, una parte del ahorro familiar queda disponible para financiar inversión. Expresaremos lo anterior como $u(1 - \alpha)D$, de suerte que $(1 - u)(1 - \alpha)D$ es la demanda adicional de dinero en cartera por parte de las familias. Como las familias con ingreso de capital son las únicas con carteras de activos financieros, u nos da la demanda adicional de dinero en cartera. Podemos suponer que la demanda adicional es igual a la demanda de dinero promedio en las carteras; más todavía, en

cualquier argumento más general, u es una variable vinculada a la vez con el estado de incertidumbre y con la tasa de interés sobre préstamos en dinero.

Si $X_{\zeta} > u(1 - a)D$, entonces parte de la inversión habrá de financiarse de un modo que no sea por la intermediación de ahorros familiares. Ese exceso $|X_{\zeta} - u(1 - a)D|$ en la demanda de financiamiento de la inversión, por encima de la oferta disponible a partir de la intermediación de ahorros, se puede satisfacer mediante alguna combinación de un incremento en la oferta de dinero y de un decremento en las tenencias de dinero en carteras, esto es, mediante un aumento de velocidad. Pero el modo en que la oferta de dinero res-

146 IMPLICACIONES DE LA INTERPRETACIÓN ALTERNATIVA
ponde a la demanda de financiamiento y el modo en que las carteras responden a las condiciones del mercado financiero (lo mismo que la manera en que se comporta el apalancamiento de fondos internos a medida que cambian la incertidumbre y las condiciones del mercado financiero) son la esencia de la teoría keynesiana de la inversión.

Si trasladamos las relaciones contables que acabamos de examinar al análisis ex ante.-ex post arbitrario .que a veces se usa en las exposiciones de los modelos agregados simples, podemos examinar con un poco más de detenimiento la manera en que los cambios en la inversión y los cambios monetarios fijan la pauta en la determinación del ingreso. Expresemos el consumo planeado en cualquier fecha, Z , como dependiente del ingreso familiar del periodo previo por concepto de salarios y de capital,

$$C_{t+1} = PPr + CX_t + 1$$

y a la inversión planeada como las ganancias retenidas más un factor de apalancamiento,

$$I_{t+1} = (1 + \lambda)Q_j - i \text{ de suerte que}$$

Y_t , ex ante $W_{t-1} + a.D_{t-1} + Q_{t-1} + XQ_{t-1}$.

Como

Y_{t-1} ex post — $W_{t-1} + D_{t-1} + Q_{t-1}$

Y_t ex ante $> Y_{t-1}$ ex post dado que $D_{t-1} + Q_{t-1} > D_{t-1}$

o

$XQ_{t-1} > (1 - a)D_{t-1}$.

De ese modo, para que aumente el ingreso, la inversión financiada externamente debe exceder los ahorros familiares. Puesto que una por ciento de ahorros familiares presumiblemente se dejan disponibles para el financiamiento de la inversión, tenemos que

$XCA_i + AM_i + iz(i - ct)ZX_{t-1}$

así que $\Delta M_{t-1} > (1 - a)D_{t-1} - u(l - a)fi_t$:

$AM_t > (1 - u)(l - a)D_{t-1}$ pues

Y_t ex ante $> Y_{t-1}$ ex post donde ΔM_{t-1} puede ser ya creación de dinero, ya un cambio en la velocidad.

Lo que tenemos es el esqueleto de un modelo en que la trayectoria del ingreso, en el sentido de la restricción presupuestal agregada, depende de manera decisiva de dos fenómenos: la determinación de la demanda de inversión total, $(1 + y)$ y el financiamiento externo de la inversión a través de cambios monetarios, ΔM . Así, los criterios de los hombres de negocios y de los banqueros dan la pauta de la demanda agregada y de la ocupación. Esos criterios son volátiles, pues responden al pasado de la economía, y cambian a medida que la economía transita entre los diversos tipos de comportamiento (auge, crisis, deflación de la deuda, estancamiento

y expansión relativamente continua) que caracterizan el funcionamiento del capitalismo.

La DEFLACIÓN Y LA INFLACIÓN EN UNA ECONOMÍA CON FINANCIAMIENTO CAPITALISTA

La teoría keynesiana de la inversión se basa en dos conceptos básicos: la relación de cartera, que vincula el precio de demanda de los bienes de capital a la estructura de cartera de las empresas, las familias y los banqueros[^] y la función de oferta de productos de inversión, que vincula el precio de oferta al ritmo de generación de productos de inversión. Las condiciones de financiamiento para la posesión de bienes de capital y la demanda de inversión, que dependen de los criterios de los hombres de negocios y de los banqueros con respecto a la incertidumbre del deudor y del prestador, vinculan entre sí el precio de demanda de los bienes de capital y el precio de oferta de los productos de inversión.

Hasta ahora, nos hemos concentrado en el modo en que la incertidumbre afecta la posición de la relación que determina el precio de demanda de los bienes de capital y el grado en que se forman los fondos internos y el valor neto. Se ha supuesto que la función de oferta de los productos de la inversión es fija. Ahora examinaremos cómo los salarios monetarios y lo que Keynes llamaba costo de uso terminan la posición, en el plano precio de la inversión, volumen de inversión, de la función de oferta de productos de la inversión. En opinión de Keynes, la tasa de salarios monetarios y el costo de uso son las determinantes de la posición de la curva de oferta de la producción, de suerte que los cambios en esos costos son la determinante próxima de ; : nivel de precios. Más todavía, en un mundo en que el pasado y el futuro siempre están presentes en forma de compromisos financieros heredados y creados corrientemente, las deflaciones y las inflaciones de salarios son procesos desestabilizadores y autosostenidos. Así, por 14S

IMPLICACIONES DE LA. INTERPRETACIÓN

ALTERNATIVA ejemplo, el remedio de la deflación de salarios para eliminar el desempleo, que con frecuencia proponen los economistas clásicos y se venera entre los efectos de balance real de la síntesis neoclásica, tenderá a empeorar el desempleo y no a aliviarlo.

De tal suerte, una vez que las tasas de salarios monetarios y los costos de uso se introducen en las funciones de oferta de la inversión y de los bienes de consumo, podemos examinar la naturaleza y las repercusiones de la deflación y la inflación de salarios. La futilidad de la deflación de salarios para eliminar el desempleo y el papel clave de la tasa de salarios monetarios en la producción de bienes de inversión para, la generación de inflación se vuelven evidentes. En particular, si la política económica depende de la inversión para sostener la ocupación plena y si aumenta la tasa de salarios monetarios en la producción de bienes de inversión, la política monetaria y fiscal será entonces de adaptación más que de iniciación de influencias sobre los precios. La influencia iniciadora radica en el proceso de determinación de salarios.

El ingreso por venta de la producción se puede dividir en tres componentes: los costos del trabajo, los costos de los materiales comprados y las rentas obtenidas por los bienes de capital. Al determinar su oferta o su precio de oferta de la producción, un empresario necesitará que ese precio supere los costos de trabajo marginales más los costos de materiales marginales por un cierto estándar. Ese estándar o cuasi renta mínima aceptable que se espera es lo que Keynes llamaba costos de uso: el costo de uso se define como “la reducción de valor que el equipo sufre al emplearse, comparada con la que ocurriría si no se empleara. . . Por tanto, para llegar a él debe calcularse el valor descontado del rendimiento adicional venidero que se obtendría en alguna fecha posterior si [el equipo] no se usara en la actualidad” (TG, p. 70).

En consecuencia, el costo de uso introduce la depreciación y una variación de la tasa de ganancia normal o esperada en la

determinación del precio de oferta. El supuesto que se encuentra detrás de la doctrina del costo de uso es que si un bien de capital se usa hoy en la generación de productos, no estará disponible para esa producción en alguna fecha futura. Más todavía, se supone que, en alguna fecha futura, se producirán bienes de capital del tipo general que se usan, en el momento, y que esto sólo ocurrirá si las cuasi rentas cuya producción se espera de esos bienes de capital, descontadas a una tasa de interés positiva, superan el precio de oferta de los bienes de capital. Lo que se espera es que, si hoy no se usan los servicios de un bien de capital, en el futuro ellos produzcan esas cuasi rentas. El valor presente de esas cuasi rentas futuras es la cuasi renta mínima aceptable en la actualidad, y el precio de oferta de la producción incluirá ya ese

IMPLICACIONES DE LA INTERPRETACIÓN' ALTERNATIVA 1+9
rendimiento. La cuasi renta mínima aceptable es equivalente a un precio de reservación. La cuasi renta del mercado no caerá por debajo de este nivel. La cuasi renta mínima aceptable está determinada por el nivel de cuasi rentas que llevará a la generación de los productos de la inversión, por la fecha futura esperada en que se obtendrán las cuasi rentas y por la tasa de descuento aplicada a la cuasi renta esperada. Nótese que si la empresa se encuentra ante una severa necesidad de liquidez, entonces la tasa de descuento aplicada a rendimientos futuros será sumamente alta. Como resultado, cualquier cuasi renta corriente positiva llevará al uso del bien de capital. La curva de oferta de la producción refleja no sólo el comportamiento cíclico de la economía sino también la atmósfera financiera del momento.

Si un bien de capital no se gasta con el uso (si se conforma a la definición de "tierra" ricardiana por ser una fuerza productora original e indestructible), entonces es un bien productor de renta pura, en el sentido de que el ingreso esperado y el costo de reposición no determinan el volumen de los servicios ofrecidos. La renta pura resulta cuando un bien de capital es escaso. En una economía cíclica, la escasez relativa de bienes de capital depende en

cualquier momento de la fase cíclica de la economía; sin embargo, con los bienes que se desgastan, la cuasi renta de reservación llevará a retirar del uso a diversos volúmenes del bien de capital. La desocupación fundamental es la de los bienes de capital.

Si en la producción suponemos proporciones fijas, entonces el volumen de servicios de capital que deseen usar los empresarios también determina el volumen de trabajo que quieran emplear. Mientras que los servicios de capital no usados hoy estarán disponibles otro día, los servicios de trabajo no usados se pierden para siempre. La producción cíclica obedece más a que la demanda total es insuficiente para producir cuasi rentas lo bastante considerables que al hecho de que el ingreso por salarios no satisfaga algún estándar.

Puesto que, salvo para los costos del viaje al lugar de trabajo, no hay precio de reservación del trabajo, cuando se reservan los de capital, la oferta de trabajo excesiva debería provocar una disminución de los salarios monetarios, en caso de funcionar los procesos de mercado. Una reducción de los salarios monetarios hace bajar la curva de oferta de productos de consumo, pero también reduce los ingresos de salario para cualquier volumen de ocupación. Un descenso de los salarios monetarios también hace bajar los costos de reposición de los bienes de capital para la fecha en que se espera su uso; mira la redundancia. Por tanto, de no cambiar la tasa de descuento, también bajará el componente de costo de uso del precio de oferta. Si el volumen en dólares de adquisiciones de bienes de inversión financiadas mediante cambios monetarios (AA) no cambia, entonces

150 IMPLICACIONES DE LA INTERPRETACIÓN ALTERNATIVA
bien podría aumentar la inversión real. Por la vía del multiplicador, ese aumento en la inversión real elevará el ingreso hasta que se alcance aquel ingreso a cuyo nivel el ahorro proveniente de ganancias retenidas, más el ahorro hecho sobre dividendos e interés, sea igual a la nueva inversión.

En el argumento anterior, el supuesto decisivo es que la demanda de bienes de inversión financiados mediante cambios monetarios no baja a medida que disminuye la tasa de salarios monetarios. Las tasas de salarios descendentes significan que, si los trabajadores han de comprar la misma producción real, las cuasi rentas necesitarán bajar junto con los salarios. Sin embargo, estamos ante una economía en que existen el financiamiento externo y por tanto también las deudas. Las cuasi rentas esperadas son la fuente de fondos que permite cumplir los compromisos por deuda tanto heredada como de reciente creación. Como los compromisos contractuales por deuda heredada no disminuyen al bajar el ingreso de salario y las cuasi rentas, la proporción de ingresos de salarios y de cuasi rentas comprometidos por contrato aumenta: la carga de la deuda aumenta en una deflación. En esas condiciones, podemos esperar que disminuya el deseo de contratar deuda para financiar inversión; entonces disminuirán las compras de bienes de inversión financiadas mediante cambios monetarios.

Más todavía, al bajar los precios y los salarios, se difunde la conciencia de que se pueden obtener ganancias de capital especulativas teniendo dinero: la velocidad se orientará a la baja. En vez de utilizar las cuasi rentas retenidas para financiar inversión, las empresas las usarán para reducir las deudas (la X de la sección anterior será menor que cero). Es posible esperar que una deflación de salarios provoque una caída de la inversión real por debajo del nivel al que existía el exceso de oferta de trabajo inicial. En una situación de desempleo, una flexibilidad de salarios descendente empeorará las cosas.

En una economía en que las autoridades públicas consideran seriamente la necesidad de mantener una cercana aproximación al pleno empleo y donde la estrategia básica de la política de pleno empleo es la de sostener la inversión del sector privado, un aumento en el precio de oferta de los bienes de inversión, debido al aumento de las tasas de salarios monetarios en las industrias productoras de esos bienes de inversión (primordialmente la

construcción), se generalizará en un aumento equivalente de todos los precios y todos los salarios monetarios. En una economía de ocupación plena orientada hacia la inversión, el proceso que determina los salarios monetarios en las industrias de bienes de inversión bien puede iniciar un proceso inflacionario, que se generalizará a otros mercados a causa de las reacciones monetarias y fiscales emprendidas para sostener el pleno empleo.

Para que la inversión privada se sostenga ante los desplazamientos

IMPLICACIONES DE LA INTERPRETACIÓN ALTERNATIVA 151
ascendentes de la curva de oferta de bienes de inversión, es necesario que aumenten las cuasi rentas esperadas o que baje la tasa de descuento aplicada a éstas. Como se señaló en nuestro argumento anterior, a medida que una economía se desplaza hacia la ocupación plena y luego la sostiene por algún tiempo, se producen estas dos reacciones. Ocurre así porque entonces prevalece la idea de que los ciclos económicos son cosa del pasado, de suerte que, ahora, las cuasi rentas futuras serán en promedio mayores y más seguras a la vez. Así, es posible que la relación entre el precio de los bienes de capital y el precio de oferta de la inversión conduzca a una inversión sostenida e incluso creciente, a medida que aumenta el precio de oferta de la inversión.

Sin embargo, una vez que se absorben tanto el impacto cíclico en las cuasi rentas esperadas como la tasa de capitalización efectiva, los nuevos aumentos en el precio de oferta de la inversión, debidos a aumentos de salarios monetarios, necesitarán compensarse con cuasi rentas crecientes, sea como proporción del ingreso de ocupación plena, sea como resultado de un porcentaje constante de sobreprecio respecto a los costos del trabajo creciente en toda la producción. En la medida en que haya límites al grado en que las cuasi rentas se pueden incrementar como proporción del ingreso, los aumentos de costos del trabajo en la producción de inversión en una economía de ocupación plena deben ser ratificados por una inflación generalizada.

En una economía en que la inversión privada mantiene la ocupación plena, la necesidad de una inflación generalizada es evidente por el modo de financiar esa inversión. Durante el proceso, no sólo se financia por deuda una proporción creciente de inversión privada, sino que en medida creciente también se financian por deuda posiciones en la existencia heredada de inversión privada. A decir verdad, una de las maneras de mantener el valor capitalizado de las cuasi rentas al par con el precio de oferta creciente de los productos de inversión consiste en aumentar el volumen de financiamiento por deuda de posiciones en la existencia de bienes de capital. En la medida en que los compromisos de flujo de efectivo incorporados en las deudas se satisfacen con las cuasi rentas, los banqueros y los hombres de negocios sólo llevarán adelante la relación creciente de deuda a financiamiento interno de la inversión si tienen confianza razonable en que aumenten las cuasi rentas, es decir, si creen que habrá inflación.

Las implicaciones que sobre la inversión tiene la elevación de salarios en las industrias de bienes de inversión se pueden mostrar mediante el tipo de diagrama que hemos usado con anterioridad (véase diagrama 7.1). Con la curva de oferta inicial de bienes de inversión, $51-S_i$, se puede financiar internamente i_i de inversión y presumiblemente habrá una inversión j_i , con l_i financiado de manera exter-

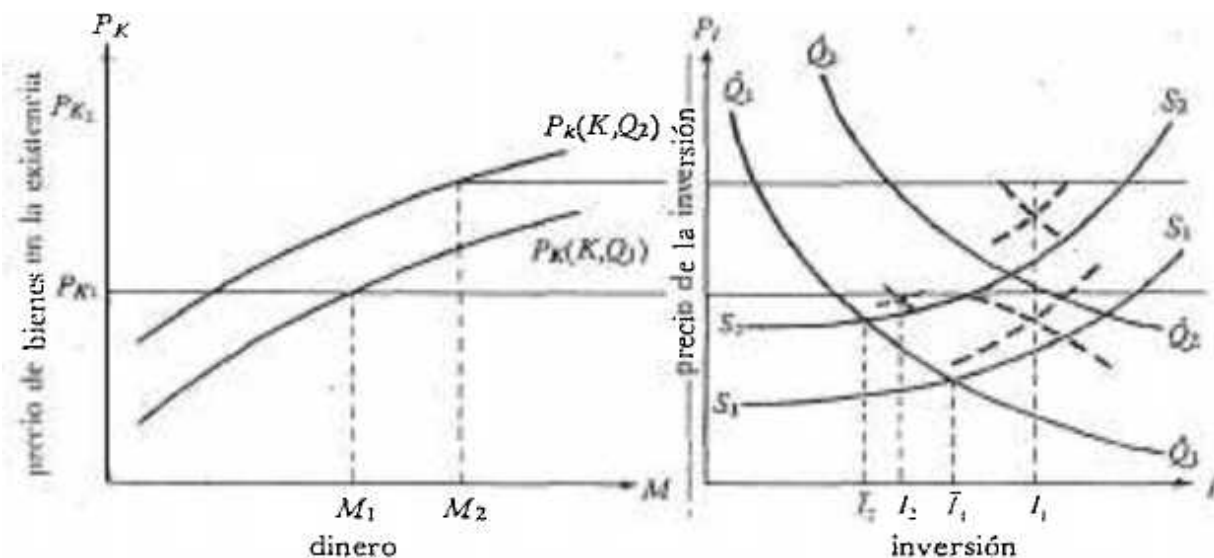


Diagrama 7.1 Salarios monetarios en bienes de inversión e inversión

na. Si los salarios en los bienes de inversión aumentan, de suerte que la curva de oferta sea S_2 - S_2 , entonces, con fondos internos, I_2 se puede financiar de manera interna y presumiblemente I_2 será la inversión total. Si es el volumen de inversión necesario para la ocupación plena, entonces, para que ésta persista, el precio de bienes en la existencia de bienes de capital necesitará subir por encima de P_K , lo cual ocurrirá sólo si bajan las tasas de interés o si aumentan las cuasi rentas esperadas.

Ocorre así porque, para colocar con fondos internos limitado; a Q_i , necesitarán aumentar el volumen y la proporción de financiamiento externo: esto es, mientras que en la situación inicial se financiaba externamente I_1 de inversión, con la curva de oferta S_2 será necesario financiar externamente I_1 - I_2 de inversión para que persista la ocupación plena. Con objeto de lograr ese mayor volumen de financiamiento externo, las autoridades monetarias tendrán que asegurarse que el sistema bancario pueda ampliar los préstamos. De ese modo, se necesitará un aumento de M más allá de que aumente el valor monetario de la inversión financiada por deuda y que aumente la oferta de dinero con respecto al Valor de los bienes de capital significa que aumentan la demanda de bienes

de consumo y la demanda de trabajo en la producción de bienes de consumo. Lo cual da lugar tanto a mayores salarios como a cuasi rentas mayores en la producción de bienes de consumo: la combinación de aumentos de salarios monetarios en la producción de bienes de inversión y el compromiso de mantener la inversión a fin de mantener la ocupación plena desencadenan un proceso inflacionario generalizado. Lo que da por resultado un desplazamiento hacia arriba de la relación P_k a $P_k(K, Q_j)$. Presu-

IMPLICACIONES DE LA INTERPRETACIÓN ALTERNATIVA 153
miblemente, con una oferta de dinero de $A7z$ y con la relación $P_k(K, Q_j)$, se restablecen las condiciones que conducen al financiamiento de T_i de inversión.

Si el estímulo monetario no basta para producir el volumen de inversión necesario, para mantener el pleno empleo se necesitará entonces alguna combinación de gasto gubernamental o de reducción de impuestos. En una economía orientada hacia la inversión por contrato, el gasto gubernamental será en gran parte de inversión y las reducciones fiscales probablemente tendrán un carácter estimulador de la inversión (esto es, el de incrementar las ganancias retenidas brutas luego de deducir los impuestos de las empresas). En uno u otro caso habrá financiamiento por deuda y creación de dinero, proceso que nuevamente incluye el trabajo en la demanda de consumo y tiende a elevar los salarios en la producción de bienes de consumo. Así, independientemente del caso, mínimo que tome una política monetaria y fiscal de adaptación, un impulso inflacionario inicial en las industrias de bienes de inversión necesitará generalizarse en inflación a lo largo de la economía.

En una economía con sindicatos fuertes en la producción de bienes de inversión (la construcción) y con un compromiso político de mantener la producción de estos bienes, la determinante efectiva de los cambios del nivel de precios es la evolución de los salarios monetarios en las industrias de bienes de inversión. De tal suerte, en ese tipo de economía, cualquier política antiinflacionaria efectiva

exigirá regulaciones institucionales de los cambios de salarios monetarios que se produzcan en ese sector clave.

Visión general de la interpretación alternativa

Para la interpretación alternativa resulta básico el criterio de que cada etapa del sistema es transitoria y lleva en sí desarrollos financieros que garantizan la sucesión de otra fase del sistema. En esta interpretación, el auge es crítico; establece una estructura de pasivos cada vez más apremiante basada en un cimiento de flujos de efectivo consistente en los rendimientos probables de los bienes de capital que, a causa de la tecnología y de la limitada capacidad para comprimir los salarios reales de los trabajadores, en el mejor de los casos se ven obligados a crecer finalmente a una tasa continua en términos reales. La base de la deuda, que crece a una velocidad acelerada durante un auge, no tiene esas restricciones. De ese modo, las demandas exigen mayor servicio a medida que crecen y aumentan también las cargas de financiamiento. Las cuasi rentas esperadas, que en última instancia sólo pueden crecer en términos reales a una tasa continua, son, en esas circunstan-

cias, una fuente inadecuada del efectivo necesario para el servicio de la deuda.

El añadir intermediación financiera sobreapoyada al proceso de financiamiento agrega nuevos elementos especulativos. El aspecto especulativo de la actividad bancaria es inherente al proceso mismo de prestar en posición larga y de pedir prestado en posición corta. Sin embargo, en un auge, la ingeniosidad de los banqueros se encamina a transformar toda cantidad posible de efectivo temporalmente ocioso en una fuente de financiamiento de operaciones reales o de establecimiento de posiciones financieras. Por tanto, hay tendencia a generar endógenamente una estructura de compromisos de pago de efectivo que incorpore una articulación cada vez más estrecha de recibos y pagos de efectivo y en la cual una proporción siempre creciente de unidades se vea obligada a

refinanciar deudas a su vencimiento. De tal suerte, las unidades son cada vez más dependientes del funcionamiento normal tanto de los mercados financieros como de los mercados de productos y de factores. Cuando se desintegra el establecimiento de posiciones por refinanciamiento, se produce un cambio brusco; el cambio provoca un brusco desplazamiento descendente en la función $Pi^d(M)$ y un brusco aumento en los riesgos del deudor y del prestador. En esas circunstancias, el ritmo de inversión debe disminuir rápidamente, y así lo hace.

Hemos tratado de hacer explícito un modelo de comportamiento de sistema que sea congruente con el énfasis que en la Teoría general puso Keynes en la naturaleza tanto cíclica como financiera del capitalismo que estaba estudiando. Esta interpretación de Keynes hace concordar a la Teoría general con los criterios sumamente difundidos a principios de los años treinta: que lo que había salido mal estaba arraigado en las imperfecciones del sistema monetario y financiero. La grandeza de la Teoría general radicó en que Keynes consideró esas imperfecciones como atributos sistemáticos más que accidentales o quizás incidentales del capitalismo. El reconoció que los problemas de ese tipo de economía —economía con defectos sistemáticos— se podían diagnosticar, por no hablar ya de remediar, si la teoría aplicada no reconocía que existía el problema. Sólo podía ser útil una teoría explícitamente cíclica y abiertamente financiera.

Mientras que los economistas monetarios perceptivos de su época, como H. Somers, J. Viner y D. Robertson, trataban de enriquecer un modelo clásico tradicional —cuyo interés primordial era la asignación de recursos— con un brillante trabajo de finanzas realistas, Keynes rompió con la tradición e, intuitivamente, introdujo directamente las consideraciones financieras como determinantes principales de las diversas restricciones presupuestales de sector. Tanto en el modelo de Hicks-Robinson como en la síntesis neoclásica, ese énfasis en las determinantes de la

IMPLICACIONES DE LA INTERPRETACIÓN ALTERNATIVA 155

demanda, y en particular en la integración del dinero con la demanda de inversión, ha demostrado ser un instrumento de análisis más poderoso y una guía política mejor que los modelos clásicos, aun cuando no toda la fuerza de la perspicacia de Keynes se haya integrado a los modelos formales que se han constituido en sabiduría convencional. Desde el punto de vista de esos modelos convencionales, la experiencia reciente ha mostrado características anómalas. Sin embargo, aquellos aspectos de la perspectiva de Keynes que hemos subrayado, pero que se olvidaron durante el desarrollo de la interpretación convencional, pueden hacer frente a esas aparentes anomalías. El keyne-sianismo sin reconstruir es más adecuado a la situación de hoy en día que la sabiduría convencional, además de tener implicaciones políticas que van más allá de los lincaamientos aceptados para la política fiscal y monetaria.

[1](#)

Véase Fisher, "The Debt-Deflation Theory of Great Depressions".

VIII. FILOSOFÍA SOCIAL Y POLÍTICA ECONÓMICA

Introducción

El ÚLTIMO capítulo de la Teoría general lleva el largo pero tímido título de “Notas finales sobre la filosofía social a que podría conducirla teoría general”. Keynes fue toda su vida un ser político. Tuvo una relación continua con el Partido Liberal, tanto en su periodo ascendente antes de la primera Guerra Mundial como en su decadencia posterior a esa guerra. En una interpretación de las ideas de Keynes sobre las implicaciones de la Teoría general para cuestiones sociales más amplias y sobre la estructura apropiada de las políticas concebidas para realizar la nueva teoría, son pertinentes sus trabajos de política general y política social anteriores a la Teoría general. Si bien la Teoría general marca una brusca ruptura en la teoría económica, las implicaciones de “filosofía social” que Keynes extrajo de la obra son congruentes con sus ideas anteriores. A decir verdad, se puede considerar que la Teoría general ofrece una racionalización económica teórica de los conceptos a los que llevaron a Keynes su ética y su intuición, aunque fuera un economista “clásico” practicante.

En un ensayo sobre “El fin del laissezfaire” escrito en 1926, Keynes señala que “en la actualidad, nuestra simpatía y nuestros juicios son propensos a estar en diferentes lados, lo que constituye un estado de espíritu doloroso y paralizador”.¹ Aun cuando trataba de adaptar la teoría económica convencional a las realidades y a los problemas del mundo según los veía él, en sus trabajos políticos y económicos de los años veinte regularmente preconizaba políticas económicas incongruentes con las implicaciones que la mayoría de sus colegas derivaban de la teoría económica. Las inferencias de política pública que hizo a partir de la Teoría general concordaban

con aquellas primeras ideas, como también la filosofía social del libro expuesta en su capítulo final.

En este capítulo, el argumento se divide en dos partes: primera, la filosofía social de Keynes y, segunda, las implicaciones generales que éste derivó para la política económica, por encima y más allá de la intervención activa del gobierno a fin de lograr el pleno empleo. En el capítulo siguiente emprendemos el estudio a la luz de nuestra interpretación de la importancia que tiene la Teoría general para la política económica corriente.

La filosofía social

En los años veinte, Keynes se consideraba un hombre de izquierda: “Estoy seguro de ser menos conservador en mis inclinaciones que el votante laborista medio. . . La República de mi imaginación se halla a la extrema izquierda del espacio celeste.”² Al decir por qué, a pesar de todo, no podía unirse al Partido Laborista, Keynes dividía ese partido en tres alas: “los sindicalistas, antes oprimidos, ahora tiranos, cuyos intereses egoístas y sectarios deben combatirse con valentía”, “los comunistas, que están comprometidos por su credo a hacer el mal por encima del bien”, y “los socialistas, quienes creen que las bases económicas de la sociedad moderna son malas, aunque podrían ser buenas”.³ Keynes recusaba con desdén las metas y el programa de los sindicalistas y los comunistas. Al mismo tiempo, expresaba su simpatía hacia las aspiraciones de los socialistas aunque, para decirlo amablemente, se mostraba escéptico acerca de la eficacia de las técnicas que favorecían.

Una década antes de la Teoría general, Keynes declaró que

tanto los pensadores constructivos del Partido Laborista como los del Partido Liberal [entre los cuales ciertamente se incluía a sí mismo] tratan de sustituirlos [las teorías y los programas socialistas tradicionales] por algo mejor y más útil. En ambos lados, las nociones son aún brumosas, pero tienen mucho en común y hay

entre nosotros una tendencia similar de ideas. Creo que las dos secciones serán cada vez más amigas y colegas en la construcción con el transcurso del tiempo.⁴

Una vez que Keynes integró la Teoría general, creyó haber encontrado lo que aquellos pensadores constructivos habían estado buscando; creyó que su teoría hacía obsoletos e innecesarios los análisis y los programas radicales y convencionales; su nueva teoría hacía obsoleta la economía marxista, a la que consideraba un embrollo.

En contraste con esa simpatía por los ideales, aunque no por los procedimientos específicos de los socialistas, Keynes consideró anatema a los conservadores:

¿Cómo podría ser yo mismo conservador? Los conservadores no me of: e-

² Keynes, "Liberalism and Labor", pp. 308-309.

³ Ibid., p. 309; cursivas de Keynes.

⁴ Z&?

cen ni alimento ni bebida, ni consuelo intelectual ni espiritual. Ni me divertiría. ni me entusiasmaría ni me sentiría edificado. Aquello que es común al ambiente, la mentalidad, la concepción de la vida de — bueno, ¿para qué mencionar nombres?— no promueve ni mi interés personal ni el bien público No lleva a ninguna parte, no satisface ningún ideal, no se conforma con ningún modelo intelectual; ni siquiera es seguro o calculado para proteger de los saqueadores el grado de civilización que ya hemos alcanzado '

En particular, no deseaba entregarse por entero del lado del capitalismo en una lucha contra el socialismo:

Creo que, por el bien del Partido (Liberal], sería mejor que nos dejaran todos aquellos que piensan. . . que la lucha política por venir se define mejor como capitalismo *vs* socialismo y que, pensando en esos términos, quieren morir en la última trinchera por el capitalismo.⁶

El rostro que dio a sus ideas políticas antes de la *leona general* se puede describir como un flirteo con un socialismo humano y descentralizado, flirteó atemperado por la disciplina de un economista. Keynes no podía aceptar los mecanismos propuestos por los socialistas para alcanzar sus metas comunes.

En 1926, el problema político estaba claro para Keynes; según ¿1, consistía en

combinar tres cosas: la eficiencia económica, la justicia social y la libertad individual. La primera necesita crítica, precaución y conocimiento técnico; la segunda, un espíritu desinteresado y entusiasta que ame al hombre común; la tercera, tolerancia, liberalidad, apreciación de las excelencias de la diversidad y de la independencia, que prefiera, por sobre todas las cosas, dar oportunidad irrestricta a lo excepcional y a lo ambicioso ⁷

En el último capítulo de la *leona general*, Keynes insiste en la triada de la eficiencia económica, la justicia social y la libertad individual.. Por lo que toca a la eficiencia económica, arguye que los procesos de mercado descentralizados desempeñan una función adecuada determinando lo que se produce y cómo se produce: "No veo razón para suponer que el sistema existente emplee mal los factores de producción que se utilizan. . . En lo que ha fallado el sistema actual ha sido en determinar el volumen del empleo efectivo y no su dirección" (TG. pp. 333-334); sin embargo, el mecanismo de mercado falla porque

* Keynes. "Ara la Liberal?", pp. 296-297.

* Keynes. "Liberalism and Labor*", p. 310.

' /bit!., p. 31L

filosofía social y política económica ¹⁵⁹ conduce a una distribución de) ingreso y de la riqueza socialmente opresiva. Como se sostendrá ulteriormente en este capítulo en una exposición sobre la "eutanasia del rentista", la determinación de lo que se produce puede vincularse a la distribución del ingreso, de modo que la aceptación del mecanismo de mercado como determinante de la dirección del empleo pueda basarse en un corto circuito previo de la distribución del ingreso determinada por el mercado.

La justicia social se beneficia en especial] mediante programas que garanticen un volumen de empleo adecuado y una distribución del ingreso y de la riqueza más conveniente. La eficiencia y la justicia exigen que la socialización de la inversión necesaria para asegurar la ocupación plena se combine con la eliminación de la escasez de capital, a modo de lograr una marcada reducción en el ingreso proveniente del capital, y la tasación directa (del ingreso y de la herencia) para obtener una adecuada distribución del ingreso.

Por lo que toca a la libertad individual, Keynes argüía que un sistema de individualismo, por lo cual entendía un mecanismo de mercado descentralizado,

es la mejor salvaguarda de la libertad personal si puede ser purgado de sus defectos y abusos, en el sentido de que, comparado con cualquier otro sistema, amplía considerablemente el campo en que pueda manifestarse la facultad de elección personal. También es la mejor protección de la vida variada, que brota precisamente de este extendido campo de la facultad de elección, cuya pérdida es la mayor de las desgracias del estado homogéneo o totalitario, porque esta variedad preserva las tradiciones que encierran lo que de más seguro y venturoso escogieron las generaciones pasadas, colorea el presente con las diversificaciones de su fantasía y,

siendo subordinada inseparable de la experiencia, así como de la tradición y la imaginación, es el instrumento más poderoso para mejorar el futuro [717. P 334.]

El programa de tres puntos, que consistía en la socialización de la inversión, la intervención para afectar la distribución del ingreso y un mecanismo de mercado descentralizado, era visto por Keynes de la manera siguiente:

Por consiguiente, mientras el ensanchamiento de las funciones de gobierno, que supone la tarea de ajustar la propensión a consumir con el aliciente para invertir, parecería a un publicista del siglo XIX o a un financiero norteamericano contemporáneo una limitación espantosa al individualismo, yo las defiendo por el contrario, tanto porque son el único medio practicable de evitar la destrucción total de las formas económicas existentes, como por ser condición del funcionamiento afortunado de la iniciativa individual [7X7. pp. 334-335.]

De ese modo, Keynes optó por el capitalismo, aunque no sin considerable duda respecto a sus virtudes, y además a condición de que se emprendieran reformas significativas.

Las implicaciones para la política económica

Introducción

Keynes fue un activista político; siempre estuvo ideando esquemas y programas. Su visión del mundo era que

No es cierto que los individuos posean una "libertad natural" prescriptiva en sus actividades económicas. No hay ningún "pacto" que conceda derechos perpetuos a los que tienen o a los que compran. El mundo no está gobernado desde arriba a modo de que siempre coincidan el interés privado y el interés social. Aquí abajo, no es administrado para que coincidan en la práctica. No es una deducción correcta a partir de los principios de la economía que el

interés personal ilustrado siempre actúe por el interés público. Tampoco es cierto que el interés personal generalmente sea ilustrado; pues la mayoría de las veces los individuos, que actúan separadamente para promover sus propios fines, son demasiado ignorantes o demasiado débiles para alcanzarlos siquiera.⁸

Lo que faltaba en la economía clásica heredada era una teoría que explicara las operaciones de una economía capitalista de tal modo que quedaran claras las deficiencias del laissez-faire como regla política. Esa teoría ofrecería asideros políticos, es decir, operaciones, que hombres imbuidos de una fuerte pasión por la justicia social pudieran impulsar y realizar. El objetivo consistiría en guiar de tal modo la economía que la eficiencia económica pudiera ser como una asistente de la justicia social y de la libertad individual. La teoría general era lo que Keynes ofrecía de ese análisis; la nueva teoría eliminaba la necesidad de un socialismo intransigente, y aportaba los razonamientos y sugería el mecanismo para una intervención eficiente en una economía que seguía siendo básicamente capitalista.

En el capítulo final de la teoría general, Keynes toca tres asuntos políticos generales —además de la política del empleo— para los cuales es pertinente el argumento. Son éstos la distribución del ingreso, la socialización de la inversión y el conflicto entre las naciones.

Keynes, “The End of Laissez-Faire”, pp. 287-288.

La distribución del ingreso

Keynes empieza su último capítulo afirmando que:

Los principales inconvenientes de la sociedad económica en que vivimos son su incapacidad para procurar la ocupación plena y su arbitraria y desigual distribución de la riqueza y los ingresos. Es evidente el nexo de la teoría anteriormente expuesta con lo

primero; pero también es importante para lo segundo en dos aspectos. [TG, p. 328.]

La importancia de la Teoría general para asuntos de distribución del ingreso obedece a su refutación del argumento de que la desigualdad del ingreso es necesaria para promover el ahorro y a su orientación hacia un régimen en que, como resultado de una época de acumulación con ocupación plena, la escasez de capital se reduciría considerablemente. En la medida en que el ingreso del rentista procedente de la propiedad del capital, refleja la escasez de éste, después de cierto tiempo la acumulación con pleno empleo conducirá a una brusca reducción del ingreso de capital puro.

Keynes creía que “hay justificación social y psicológica de grandes desigualdades en los ingresos y en la riqueza, pero no para tan grandes disparidades como las que existen en la actualidad” (TG, p. 329), y que los argumentos que pueden legitimar la desigualdad en la distribución de ingresos “no pueden aplicarse a la de herencias” (TG, p. 329).

Un argumento tradicional y común para la desigualdad del ingreso es que el adinerado ahorra mayor proporción de su ingreso que el pobre, de modo que, elevando la razón de ahorro, la desigualdad da por resultado que una proporción mayor de la producción quede disponible para el crecimiento del capital. Sin embargo, la nueva teoría demuestra que, sólo en condiciones de ocupación plena, una escasa propensión al consumo conduce al crecimiento del capital. En ausencia de una garantía de que la inversión siempre es suficiente para asegurar la vigencia de la ocupación plena, haciendo a ésta difícil de lograr, una baja propensión al consumo es un obstáculo al crecimiento de la riqueza:

en las condiciones contemporáneas, el crecimiento de la riqueza, lejos de depender de la abstinencia de los ricos, como generalmente se supone, tiene más probabilidades de encontrarse en ella un

impedimento. Queda, pues, eliminada una de las principales justificaciones de la gran desigualdad de la riqueza. [TG, p. 329.]

Sin embargo, Keynes creía tanto que “hay valiosas actividades humanas [en su mayoría de naturaleza empresarial] cuyo desarrollo exige la existencia del estímulo de hacer dinero y la atmósfera de la propiedad privada de riqueza” (TG, p. 329), como que “ciertas inclinaciones humanas peligrosas pueden orientarse por cauces comparativamente inofensivos con la existencia de oportunidades para hacer dinero y tener riqueza privada” (TG, p. 329). Por otra parte, “para estimular estas actividades [la extracción útil de dinero] y la satisfacción de estas inclinaciones [a dominar] no es necesario que se practique el juego con apuestas y riesgos tan grandes como ahora” (TG, p. 329). En ese modo, como “la tarea de transmutar la naturaleza humana no debe confundirse con la de manejarla” (TG, p. 330), Keynes sostenía que “aún puede ser sensato y prudente para un estadista permitir que se practique el juego (o que se haga fortuna), bien que sujeto a reglas y limitaciones” (TG, p. 330). Keynes consideraba deseable la desigualdad del ingreso que resulta de la empresa (sobre todo como ganancias de capital), pero indeseable la desigualdad del ingreso resultante de la propiedad “pura” de la riqueza (el ingreso de los rentistas).

Por consiguiente, la idea de Keynes era que socialmente resultaban deseables las diferencias moderadas de ingresos, menores que las de aquel entonces y las actuales, pero que eran indeseables e innecesarias las grandes diferencias de ingresos, en particular aquellas provenientes de herencias. De tal suerte, era de desear una tasación directa al ingreso y a la herencia, a fin de aliviar la distribución del ingreso socialmente opresiva, y afortunadamente, como gracias a una mano invisible, esa modificación de la distribución del ingreso también haría más fácil el logro y el sostenimiento de la ocupación plena.

A causa de su teoría económica y de su visión de la naturaleza de las necesidades humanas, Keynes creía que el volumen de inversión que habría en un régimen de ocupación plena continua, en ausencia de guerra y de crecimiento de la población, pronto conduciría a "la eutanasia del rentista y, en consecuencia, la del poder de opresión acumulativo del capitalista para explotar el valor de escasez del capital" (TG, p. 331).

Keynes pensaba que aquella eutanasia ocurriría porque "la demanda de capital está limitada estrictamente en el sentido de que no sería difícil aumentar la existencia del mismo hasta que su eficiencia marginal descendiera a una cifra muy baja" (TG, p. 330). Una vez que el volumen de capital sea tanto que "deje de ser escaso, de manera que el inversionista sin funciones no reciba ya bonificación alguna" (TG, p. 331; cursivas del autor), desaparecerá entonces el ingreso del rentista. Si se combina ese pronóstico acerca de la evolución del ingreso de capital con "un plan de imposición directa que deje a la inteligencia, a la determinación, a la habilidad ejecutiva del financiero. . . servir activamente a la comunidad en condiciones razonables de remuneración" (TG pp. 331-332), podrá realizarse una distribución del ingreso compatible con la triada de La eficiencia, la justicia y la libertad.

Detrás de la creencia de Keynes de que el capital dejaría de ser escaso estaba su visión de la naturaleza de las necesidades humanas. Keynes era un muchacho durante la ilustración eduardiana, época optimista en que se abandonaban las restricciones intelectuales y las hipocresías sociales de la era victoriana, al tiempo que parecía asegurado un auténtico progreso hacia una sociedad igualitaria y abierta. En los círculos de Cambridge y de Londres en que él se movía, las relaciones humanas y los afectos eran los bienes principales que se buscaban. La falta de riqueza, de posición y estado no era obstáculo para el logro de la verdadera satisfacción humana: el afecto, el amor, la integridad personal y la realización del hombre estaban a disposición de todos. Keynes sostenía que, una vez que se borrarán

de la tierra los males gemelos de la abyecta pobreza opresora y de la guerra, como bienes terrenos no se necesitaría mucho más de lo que estaba a la vista para alcanzar la verdadera riqueza. Ésta podría ser entonces la suerte de todos, independientemente de su situación en la vida porque en las circunstancias contempladas, las pequeñas diferencias que quedaran en el ingreso privado disponible no limitarían indebidamente el logro de las verdaderas satisfacciones humanas, incluso por parte de los más pobres.

Keynes enfocó el problema del volumen necesario final de existencia de capital con la idea de que, para aquellos artículos que exigían considerables recursos de capital, las necesidades humanas eran saciáveis:

Ahora es cierto que las necesidades de los seres humanos pueden parecer insaciáveis. Pero Se dividen en dos clases: aquellas necesidades que son absolutas en el sentido de que las sentimos sea cual fuera la situación de nuestro prójimo, y aquellas que son relativas en el sentido de que sólo las sentimos si nuestra satisfacción nos eleva arriba de. nos hace sentirnos superiores a, nuestro prójimo. Las necesidades de) segundo tipo, aquellas que satisfacen el deseo de superioridad, ciertamente pueden ser insaciáveis; pues cuanto más elevado es el nivel general, son más altas todavía. Pero eso no es igualmente cierto en cuanto a las necesidades absolutas, pronto puede alcanzarse un punto, tal vez mucho más pronto de lo que todos nosotros estamos conscientes, en que esas necesidades sean satisfechas en el sentido de que prefiramos dedicar el resto de nuestras energías a propósitos u económicos.*

La idea de Keynes acerca de la capacidad de saciar esas necesidades humanas que exigen recursos de capital implica un argumento circular; sus normas y su filosofía personales irrumpen en ese argumento. La satisfacción universal de las necesidades absolutas de alimento, de vivienda y de otros bienes y servicios básicos para la vida y la salud cae dentro de la capacidad de los

países ricos, como Estados Unidos y Europa Occidental en la actualidad (este objetivo se hallaba dentro de la capacidad técnica de esas economías o cercano a ella, en el momento en que Keynes escribía). El impuesto negativo sobre la renta y el sistema de asignaciones familiares propuestos recientemente demuestran que la eliminación de la pobreza absoluta mediante modestos esquemas de pagos de transferencia es factible en el aspecto fiscal.

Sin embargo, en presencia de esa abundancia actual con respecto a las necesidades "absolutas", el capital sigue siendo escaso. Pese a la rápida acumulación posterior a la segunda Guerra Mundial, la escasez de capital no parece menguar. El capital sigue exigiendo un gran ingreso positivo y la eutanasia del rentista no está por ningún lado a la vista. Una de las razones de que así sea es que han crecido las que Keynes llamaba necesidades relativas, y la dirección que esas necesidades han tomado exige recursos de capital. Mientras que, en su ensayo de 1930 sobre las "Posibilidades económicas de nuestros nietos", Keynes consideraba que la saciedad de las necesidades absolutas conduciría a una situación en que "preferamos dedicar el resto de nuestras energías a propósitos no económicos", en realidad, en las sociedades ricas, las energías que rebasan a las necesarias para satisfacer las carencias absolutas se han dedicado a ir en pos de necesidades relativas que, en sus exigencias de capital, incluso pueden ser más intensivas de capital que las tradicionales necesidades absolutas.

La predicción de Keynes en el sentido de que el rentista desaparecería se basaba en una generalización de sus propias preferencias. Podemos especular acerca de por qué las preferencias del mundo se han orientado en una dirección que no esperaba un intelectual civilizado, humano y, de manera especial, igualitario, cuyas normas se fijaron durante la ilustración eduardiana. Una de las razones puede ser que los ricos se volvieron hacia el consumo de paquetes de bienes intensivos de capital más que hacia la filosofía y la cultura, y que su ejemplo se filtró hasta los no muy ricos. Así se generalizó una variedad de consumo ostentoso, y ese

consumo ha llevado a una continua escasez de capital. Esa distribución del ingreso asociada a la escasez de capital tal vez haya fijado el patrón de consumo que provocó la escasez de capital continuada. A fin de lograr la eutanasia del rentista, tal vez sea necesario lograr antes la distribución del ingreso que según Keynes existiría después de ocurrir la eutanasia.

Más todavía, el rumbo tomado por las crecientes necesidades reí-
uvas está inspirado en gran medida por el producto de la "educación" disfrazado de publicidad. En nuestro sistema actual, la opulencia no trajo consigo una demanda para los placeres sosegados, antes bien, se ha vinculado a la proliferación de demandas de bienes que exigen bienes de capital. La generación de posiciones de mercado que contribuyen a aumentar la escasez de capital ha caracterizado la orientación que la demanda privada ha tomado en la época posterior a Keynes.

Otra de las razones de que el ingreso de capital no haya menguado en el periodo de posguerra tal vez radique en la estructura de los programas gubernamentales desarrollados para mantener la ocupación plena. En la situación de emergencia previa a la segunda Guerra Mundial que fue la Gran Depresión, los programas gubernamentales destinados a incrementar el empleo se inclinaron marcadamente hacia el empleo directo de la mano de obra. Durante la segunda Guerra Mundial, se desarrolló una serie de mecanismos contractuales de producción bélica que usaron las instalaciones privadas para la manufactura de material de guerra. En el periodo de posguerra, se ha conservado ese sistema contractual, tanto para la producción de equipo militar como para la de bienes más orientados hacia lo civil. Esos contratos siempre ofrecen un considerable margen de utilidades a los contratistas. No sólo la estructura posbélica de política concebida para mantener el ingreso se ha inclinado marcadamente hacia las necesidades militares consumidoras de capital, sino que la estructura social de esas políticas ha sido proclive a subsidiar el ingreso de capital. Más todavía, puesto que la combinación de demanda militar y de

esquemas mucho más generales de pagos de transferencia (seguro social, etc.) exige una pesada carga impositiva, se dispone de medidas fiscales concebidas para apoyar el ingreso de capital a expensas del ingreso del consumidor. Dentro de la posición generalmente conservadora que ha adoptado la política de posguerra, se ha echado mano de esos mecanismos disponibles.

Bien podría ser que la eutanasia del rentista, en la forma en que La imaginó Keynes, exija restricciones previas al crecimiento de las necesidades relativas, y que el crecimiento restringido de las necesidades relativas exija una distribución del ingreso basada en un ingreso bajo o nulo por concepto de propiedad de capital, esto es, la eutanasia previa del rentista.

Detrás de la visión de Keynes de un mundo donde no escasea el capital hay un mundo en que la distribución del ingreso es tal que evita alentar aún más el consumo extravagante, y donde las normas; "civilizadas" disciplinan y regulan las necesidades relativas y alejan el consumo de los patrones de capital intensivo. Un mundo en que la interminable acumulación de novedades y armas es el deseo del

hombre no es un mundo en que vaya a producirse pronto la inversión plena.

Además de la exigencia de disciplinar y orientar las necesidades, Keynes sostenía que hay dos condiciones previas por satisfacer para que la eutanasia del rentista sea el resultado de saciar de capital a la economía: habría que evitar la guerra y tener una población estable. Esas condiciones no se han satisfecho en la época posterior a la segunda Guerra Mundial. La guerra destruye equipo de capital. La aparentemente interminable carrera armamentista que ha florecido a partir de la segunda Guerra Mundial equivale económicamente a una guerra. La producción de material bélico no sólo es intensiva de capital, sino que el rumbo tomado por la carrera armamentista, el desarrollo de sistemas de

armamentos cada vez más complejos, regularmente hace obsoleto el equipo de capital especializado para la producción del equipo desplazado. La sucesión de sistemas de armamentos equivale al saqueo y a los bombardeos en su destrucción de los frutos de la acumulación previa.

Las décadas siguientes a la segunda Guerra Mundial conocieron un importante aumento de la población en los países ricos (que ahora tal vez se haya detenido). El auge de la población provocó una necesidad de acumulación de capital a fin de dar herramientas a la población creciente. Incluso en presencia de un rápido cambio tecnológico, un menor crecimiento de la población debería tender a disminuir la necesidad de acumular y dar paso a una reducción de las rentas que puede ganar, el capital.

La visión de Keynes de que, como resultado necesario del proceso de acumulación, la eutanasia del rentista reduciría radicalmente o eliminaría el ingreso por la propiedad de recursos de capital escasos, exige el logro previo de un estado de necesidades disciplinadas, una población estable y un aligeramiento de las cargas de la guerra. Ninguna de esas condiciones se ha satisfecho por entero y, de ellas, bien podría ser la exigencia de necesidades disciplinadas la más distante de nosotros.

Keynes propuso dos razones para que el ingreso de capital debiera decrecer y decreciera como proporción del ingreso total. No se necesitaban ingresos elevados para reducir la propensión al consumo. A decir verdad, una débil propensión a consumir es contraproducente, pues reduce el estímulo a la inversión. Más todavía, en un breve lapso se podría alcanzar la inversión plena si se mantuviera el pleno empleo y se disciplinaran las necesidades. Una vez lograda esa inversión plena, podría surgir un nuevo orden social pues

entonces estaríamos, al fin, libres para descartar todo tipo de costumbres sociales y de prácticas económicas, que afectan la

distribución de la riqueza y de recompensas y sanciones económicas, que ahora mantenemos al costo que fuere, por desagradables e injustas que de suyo puedan ser, porque resultan tremendamente útiles para promover la acumulación de capital.¹⁰

La socialización de la inversión

La Teoría general fue un producto de los años treinta rojos. Con la Gran Depresión haciendo evidentes las debilidades del capitalismo, un socialismo cabal destacaba especialmente en la agenda de posibles soluciones de la crisis. En contraste con ese socialismo completo, Keynes sostenía que “las consecuencias de la teoría expuesta son moderadamente conservadoras” (TG, p. 332). Pues cuando una política razonable con respecto a la inversión garantice la ocupación plena, y una política igualmente razonable con respecto a la tasación directa asegure una distribución del ingreso razonable, entonces el socialismo, en cualquier sentido cabal, sale sobrando.

Keynes afirmaba que no había “razón para suponer que el sistema existente emplee mal los factores de producción que se utilizan” (TG, p. 333), de suerte que si los “controles centrales logran establecer un volumen global de producción correspondiente a la ocupación plena” (TG, p. 333) es posible dejar en entera libertad al mecanismo de mercado. Los controles centrales deben influir en la propensión agregada a consumir y a invertir. Se puede influir parcialmente en el consumo mediante un “sistema de impuestos, fijando la tasa de interés y, quizá, por otros medios” (TG, p.- 332). Entre los otros medios presumiblemente estaría el consumo financiado mediante pagos de transferencia, junto con una mayor producción de bienes básicos.

Sin embargo, como la política bancaria no podrá inducir una inversión suficiente para tener siempre ocupación plena,

una socialización bastante completa de las inversiones será el único medio de aproximarse a la ocupación plena; aunque esto no necesita excluir cualquier forma, transacción o medio por los cuales la autoridad pública coopere con la iniciativa privada. Pero fuera de esto, no se aboga francamente por un sistema de socialismo de Estado que abarque la mayor parte de la vida económica de la comunidad. No es la propiedad de los medios de producción la que conviene al Estado asumir. Si éste es capaz de determinar el monto global de los recursos destinados a aumentar esos medios y la tasa básica de remuneración de quienes los poseen, habrá realizado todo lo que le corresponde. Además, las medidas indispensables de socialización pueden introducirse gradualmente sin necesidad de romper con las tradiciones generales de la sociedad. [TG, pp. 332-333.]

10

Ibid., p. 329.

Más todavía, una vez que los

controles centrales logran establecer un volumen global de producción correspondiente a la ocupación plena tan aproximadamente como sea posible, la teoría clásica vuelve a cobrar fuerza de aquí en adelante. Si damos por sentado el volumen de la producción, es decir, que está determinado por fuerzas exteriores al esquema clásico de pensamiento, no hay objeción que oponer contra su análisis de la manera en que el interés personal determinará lo que se produce, en qué proporciones se combinarán los factores de la producción con tal fin y cómo se distribuirá entre ellos el valor del producto final. [TG, p. 333.]

Al parecer, hay incongruencia entre la creencia de Keynes de que es necesario socializar la inversión para lograr la ocupación plena y la idea de que el mercado cumple una aceptable función de asignar recursos a modo de conservarla propiedad y el control privados.

Esa incongruencia se puede subsanar en parte si las ideas de Keynes se sitúan en el contexto de la época en que fueron expresadas y de la discusión de entonces. Como ya se ha dicho, en los años treinta, cuando la depresión mundial estaba en su clímax, el socialismo estaba muy presente entre las soluciones. Al mismo tiempo, los hombres civilizados se sentían ofendidos ante la Rusia de Stalin; se debatían entonces problemas concernientes al sesgo totalitario inherente al socialismo cabal. A principios de los treinta, los economistas con simpatías por el socialismo escribían acerca del socialismo de mercado y de diversos sistemas mixtos en que los aspectos más destacados de la economía estaban socializados, mientras el resto de ella seguía siendo privado. Esos socialismos de mercado o de aspectos destácelos concuerdan en principio con la perspectiva de Keynes. Las soluciones de sistemas mixtos al problema de la organización económica presumiblemente serían congruentes con el logro de las metas gemelas del empleo pleno aproximado y la eliminación o la reducción radical de los ingresos privados por concepto de la propiedad de la riqueza.

Sin embargo, no se tomó el camino del socialismo mientras las lecciones keynesianas se asimilaban y se aplicaban en el periodo de posguerra, ni siquiera en países, como la Gran Bretaña, que conocían periodos prolongados de gobierno a cargo de partidos nominalmente socialistas. La lección aceptada, en parte porque la política de tiempos de guerra logró el establecimiento de la ocupación plena, es que un gran sector gubernamental, financiado parcialmente mediante déficit, puede lograr y sostener una aproximación al pleno empleo. Así se desarrolló y se aceptó el argumento de que no es necesario socializar la propiedad de la industria. La propiedad de los recursos productivos se puede dejar “con seguridad” en manos privadas, mientras la participación gubernamental, a través de su presupuesto, sea lo suficientemente grande. En los programas que se desarrollaron, los gastos gubernamentales necesarios para el sostenimiento de la ocupación plena adoptaron la forma de demandas sobre la capacidad productiva —construcción de carreteras, pago por

educación y hospitales, armas, aventuras espaciales, etc:— y de pagos de transferencia y subsidios al consumo: seguro social, bienestar, cupones de alimentos, cuidados médicos, etcétera.

Ese gran sector gubernamental implicaba una vasta exacción fiscal, de modo que la forma de los esquemas impositivos se constituyó en un arma para subsidiar (y así ampliar) o para gravar (y de ese modo limitar) diversas actividades. Como la brecha abierta entre el consumo con ocupación plena, aun incluyendo los esquemas de transferencia, y la producción de ocupación plena debe llenarse sea con gasto gubernamental de uso de recursos, sea con inversión privada, a fin de sostener la ocupación plena, en los sistemas de fiscalización y gasto se han insinuado medidas para inducir la inversión aumentando la redituabilidad. Así se ha creado, una economía de ganancias elevadas y de elevada inversión, en que las políticas impositivas y de gasto público se evalúan con base en su impacto sobre la inversión privada antes que sobre la base de un efecto en el consumo o en los valores con respecto a la distribución del ingreso. La política de ocupación plena ha cobrado tonos conservadores; lo que se ha logrado con toda propiedad podría llamarse socialismo para los ricos

Sin embargo, puesto que los esquemas fiscales para inducir la inversión sesgan la distribución del ingreso en favor de los sectores ahorradores, se ha desarrollado un proceso rutinario en que, para sostener el pleno empleo, son necesarios inversión y estímulo. ■ cada vez mayores en forma de ganancias y de subsidios a la inversión.

De ese modo, la orientación desarrollada por la economía contrasta fuertemente con la idea por la que abogaba Keynes, que consistía en que, si la inversión es inadecuada para lograr la ocupación plena, entonces no es deseable inducir un ritmo de inversión más rápido ofreciendo estímulos directos a la inversión privada, sino que deben tomarse “medidas tendientes a redistribuir los ingresos de una forma que tenga probabilidades de elevar la propensión a

consumir” (TG, p. 328). En opinión de Keynes, esas medidas orientadas hacia el consumo en realidad pueden “ser positivamente favorables al crecimiento del capital” (TG, p. 328); fuera del sector de inversión socializado, la intervención gubernamental debe encaminarse sobre todo a elevar las propensiones al consumo, primordialmente mediante políticas que busquen alcanzar una distribución del ingreso más equitativa.

El conflicto entre las naciones

Keynes también creía que “si bien las naciones pueden aprender a procurarse la ocupación plena con su política interna. . . no se necesita que haya fuerzas económicas importantes destinadas a enfrentar el interés de un país con el de sus vecinos” (7G, p. 336). Keynes consideraba que las tensiones entre las naciones ricas de Europa y de América surgían de la necesidad que sentían de exportar a fin de proteger el empleo interno, si no es que de aumentarlo mediante políticas de “empobrecer a mi vecino”.

Durante los veinticinco años siguientes a la segunda Guerra Mundial, ese criterio de Keynes fue puesto en práctica en las relaciones entre los países capitalistas ricos. Aparte de los vestigios de colonialismo pasado, como el comprometimiento primero de Francia y luego de Estados Unidos en Vietnam, hubo ausencia de guerra e incluso de serias tensiones entre los países que eran a la vez capitalistas y ricos. La Guerra Fría ideológica no es cuestión de conflicto económico. La capacidad para sostener mercados internos mediante políticas monetarias y fiscales eliminaba las presiones para que los países “compitieran” por mercados controlados o posiciones ventajosas en el comercio mundial.

Conclusión

Keynes creía que las implicaciones de política de su teoría eran profundas; la teoría no sólo señalaba maneras en que se podía

sostener una aproximación más cercana a la ocupación plena, sino que Keynes consideraba que una ocupación plena continuada, en combinación con un énfasis en el consumo y en los bienes públicos, conduciría a un cambio igualitario en la distribución del ingreso. El ingreso por renta del capitalista desaparecería y la extremidad superior de la distribución del ingreso se cortaría mediante los impuestos. Keynes creía que tanto las medidas para elevar la función de consumo como la socialización de la inversión eran necesarias para sostener la ocupación plena-y deseables como metas sociales.

Las dos lecciones

Resumiendo Keynes la Teoría general, declaraba que del argumento podían aprenderse dos lecciones. La primera era la lección obvia de que la política puede establecer, en promedio, una aproximación más cercana al pleno empleo de la que se había logrado. La segunda lección, más sutil, era que la política puede establecer una aproximación más cercana a una distribución más lógica y equitativa del ingreso de la que se había conseguido.

A la fecha, la primera lección se ha aprendido, aunque de una manera que hace a una aproximación al pleno empleo sumamente dependiente del gasto gubernamental en forma de producción para la defensa y de la inversión privada que sacrifica la abundancia actual por dudosos beneficios futuros. Por el momento, la economía ha sido regular; el juego que es la vida económica ha sido manipulado a modo de lograr una buena aproximación a la ocupación plena. Pero en el desarrollo de políticas para alcanzar la ocupación plena se ha olvidado la segunda lección; no sólo se ha pasado por alto la necesidad de una política encaminada a lograr justicia y equidad en la distribución del ingreso, sino que, por decirlo así, se le ha invertido. Se ha atenuado cualquier cosa, o igualitario que existiera en los planes fiscales al final de la segl.ii.la Guerra Mundial.

La famosa frase de Keynes según la cual “las ideas de los economistas y los filósofos políticos. . . son más poderosas de lo que comúnmente se cree. En realidad el mundo está gobernado por poco más que esto” (TG, p. 337) debe corregirse para permitir que el proceso político seleccione por su influencia aquellas ideas que están a tono con los intereses de los ricos y de los poderosos. Ciertamente, sólo una lección de la Teoría general ha pasado a la sabiduría que guía la política. Cuando los conservadores son keynesianos, políticas impositivas y de gasto podrán usarse para dar vida a los rentistas y no para inducir su eutanasia.

[1](#)

Keynes, “The End of Laissez-Faire”, p. 294.

IX. IMPLICACIONES POLÍTICAS DE LA INTERPRETACIÓN ALTERNATIVA

DURANTE el primer cuarto de siglo posterior a la segunda Guerra Mundial, las economías capitalistas avanzadas han logrado evitar una gran depresión. En los sesenta, brevemente hubo en Estados Unidos sedicentes keynesianos como importantes asesores y funcionarios gubernamentales. Fueron ellos los que proclamaron la conquista del ciclo económico como se le conocía en la historia. Afirmaban que, mediante una política fiscal y monetaria adecuada, la economía podía afinarse ya a modo de que no se produjeran más recesiones ni depresiones.

De acuerdo con el argumento presentado aquí, el modelo que usaron en el análisis de la economía y como base para determinarlas maniobras de política adecuadas no sólo violaba tanto el espíritu como la sustancia de la Teoría general de Keynes, sino que también especificaba erróneamente el tipo de economía que tenían ante sí. Su modelo virtualmente pasaba por alto el financiamiento y la incertidumbre, y de suerte que no podía introducir la especulación en ningún sentido significativo, como determinante próximo del comportamiento del sistema. Debido a esa especificación errónea, su asesoría política se basaba en un modelo cuyas implicaciones eran que los procesos dinámicos de la economía llevaban no a ciclos económicos, sino a un crecimiento sostenido.

Durante la primera mitad de los sesenta, cuando la economía se ampliaba sostenidamente, el comportamiento del sistema pareció validar las afirmaciones de aquellos asesores. La estrategia de política básica de ese periodo se orientaba a incrementar la inversión privada con objeto de inducir una tasa de crecimiento más rápida. Aquella estrategia significaba que la meta inmediata de la política era obtener ganancias elevadas y rápidamente crecientes. La expansión sostenida de principios de los sesenta y las

disposiciones de impuestos y subsidios concebidas para alentar la inversión, combinadas con la ausencia de una depresión grave en el periodo de posguerra hasta ese entonces, provocó un considerable auge de la inversión a mediados de esa década. Ese auge de la inversión fue posible gracias a un aumento en la especulación con respecto a las estructuras de pasivos por parte de empresas financieras y no financieras; la especulación financió la expansión de la demanda total y muy en especial la inversión privada.

Como resultado del financiamiento externo de la inversión, aumentó la relación de pagos de deuda privada a ingresos privados; lo cual significó que los pagos sobre pasivos se articularan cada vez más estrechamente con las entradas de efectivo de diferentes fuentes. Además, la administración de pasivos por parte de instituciones financieras, familias y empresas ordinarias significaba que una proporción de unidades cada vez mayor pasaba a depender del funcionamiento "normal" de los mercados financieros. Disminuyeron los márgenes de seguridad de entradas y activos líquidos que toman en cuenta el error y la variancia. Un sistema financiero sólido se transformó en un sistema frágil durante la larga expansión de los sesenta. Como resultado de esa fragilidad, las sacudidas que bien se habrían absorbido sin graves repercusiones en una estructura financiera más sólida provocaron en Estados Unidos incipientes crisis financieras tanto en 1966 como en 1969-1970.

La pronta intervención del Sistema de la Reserva Federal, lo mismo en 1966 que en 1969-1970, evitó que esas crisis desencadenaran un proceso de deflación de la deuda generalizado. Sin embargo, los pasos dados para hacer abortar una deflación de la deuda provocaron aumentos acelerados en la oferta monetaria. A causa de esos aumentos en la oferta monetaria y a la posición fiscal básica del gobierno, las tensiones financieras sólo produjeron una pausa en 1966 y una moderada aunque algo persistente recesión en 1970-1971. La combinación de la conciencia de la Reserva Federal acerca de sus responsabilidades financieras y la posición fiscal del

gobierno ha logrado cambiar la forma del ciclo económico —las depresiones no son tan hondas y las recesiones no son tan largas—, pero ahora es evidente que la política no ha suprimido el ciclo económico. También es evidente que la economía se comporta de manera enteramente distinta con un sistema financiero frágil en lugar de sólido, y que la fragilidad de ese sistema está vinculada a la relación de pagos de deuda a ingreso de operaciones para los diversos sectores y al grado en que las unidades dependen del refinanciamiento de sus posiciones en activos en posición larga en mercados financieros de corto plazo que funcionen de manera ordenada.

Las presiones inflacionarias sobre una base sostenida y acelerada se hicieron evidentes por primera vez en 1966 y prosiguen hasta la fecha. Esas presiones inflacionarias se deben, en parte, a la manera en que la Reserva Federal se ve obligada por las amenazas de crisis financieras y deflaciones de la deuda a sostener un rápido aumento en la oferta monetaria; en parte, obedecen también a la manera en que se determinan las tasas de salarios monetarios.

Sobre todo en la formulación alternativa, el análisis keynesiano es institucional, en el sentido de que el comportamiento real, que determina el modo en que se desarrolla la transición en que pasamos nuestro tiempo, depende de cómo se comportan las instituciones existentes. Así, nuestro análisis toma en cuenta la manera en que se crea el dinero, en que se financia la inversión, y en que se determinan los salarios monetarios para afectar el curso de los acontecimientos. Dentro del modelo keynesiano alternativo que hemos desarrollado, si un ritmo acelerado de aumentos de salarios monetarios, especialmente de los trabajadores empleados en la producción de bienes de inversión, se impone sobre la economía; si los usos financieros son tales que la demanda de financiamiento de la inversión provoca una oferta de financiamiento; si la Reserva Federal se ve presionada por la necesidad de evitar crisis y deflaciones de la deuda; y si la posición fiscal del gobierno

fija una base elevada al empleo, entonces los precios se elevarán al mismo ritmo acelerado de los salarios, si no es que más rápidamente, a causa de la influencia de los aumentos previstos. Cada vez que una considerable desocupación de miembros de los sindicatos no constituye una posibilidad recomendable, esos sindicatos se vuelven más fuertes; y cada vez que los aumentos de salario pasados se ven justificados por subsecuentes aumentos de precios, los patrones se muestran menos reacios a nuevos aumentos. La combinación de una prosperidad general prolongada, una escasa tolerancia ante la desocupación y un frágil sistema financiero conduce particularmente a una acelerada inflación.

Un proceso inflacionario tiene probabilidades especiales de ocurrir si los sindicatos son fuertes en la producción de bienes de inversión (la construcción) y si una política de ocupación plena sigue a una estrategia de inversión. Desplazando hacia arriba la curva de oferta de productos de inversión, un aumento en los salarios de la construcción obliga a las autoridades monetarias y fiscales a ajustar su posición de modo que el precio de demanda de los bienes de inversión aumente con el precio de oferta. Pero el precio de demanda de inversión depende de las cuasi rentas esperadas y es necesaria una inflación generalizada para incrementar las cuasi rentas de manera general.

El poder de elevar los salarios en la producción de bienes de inversión a fin de provocar una inflación en una economía dependiente del financiamiento externo de la inversión, es evidente en las relaciones de financiamiento de la inversión. Las capacidades de financiamiento interno de las empresas inversionistas dependen de las cuasi rentas corrientes, que a su vez dependen del nivel de precios corriente de la producción. Si el precio de oferta de los bienes de inversión aumenta debido a que suben los salarios de los trabajadores de bienes de inversión, y si la inversión se sostiene a causa de expectativas eufóricas o inflacionarias, el financiamiento externo debe cubrir entonces la diferencia entre los costos inflados y el financiamiento interno. De ese

INTERPRETACIÓN ALTERNATIVA: IMPLICACIONES POLÍTICAS

175 modo, el aumento en el volumen necesario de financiamiento externo es mayor de lo que sugiere el aumento en el precio de los bienes de inversión. Para que las cuasi rentas futuras provenientes de la producción en general sean lo bastante altas para generar suficiente efectivo con que cumplir los mayores compromisos de pago futuros incorporados en los instrumentos financieros que surgen de ese financiamiento externo de la inversión, deberá aumentar la proporción de ganancias en el ingreso, o el nivel de precios de la producción en general seguirá el curso establecido por el aumento en los salarios de la construcción. En una economía cercana a la ocupación plena, la posibilidad de elevar la proporción de ganancias en el ingreso es limitada (a menos que aumenten los subsidios fiscales o directos). Más allá de cierto punto, los incrementos en los salarios de bienes de inversión necesitarán reflejarse plenamente en los precios corrientes de la producción (una vez más, a menos de que aumenten los subsidios); si eso no ocurre, se tendrá que abandonar entonces o la estrategia de inversión o el mantenimiento de la ocupación plena.

Lo que ha ocurrido de mediados de los sesenta a la fecha ha validado la idea que nosotros hemos atribuido a Keynes, de que la disponibilidad de financiamiento adecuado es un paso esencial en la generación y el sostenimiento de expansiones. El auge de la inversión de los sesenta y la inventiva del sistema financiero para descubrir modos de acomodar la demanda de financiamiento son evidencia de que la generación endógena de ciclos económicos sigue siendo característica fundamental de las economías capitalistas. Debido a la eficacia de la Reserva Federal para hacer abortar las crisis y a causa del elevado piso al ingreso en razón del volumen del presupuesto federal, no se ha desatado ningún proceso de deflación de la deuda en gran escala. Sin una crisis y sin un proceso de deflación de la deuda que contrarresten las creencias en el éxito de aventuras especulativas, se alientan a la vez una tendencia a la alza en los precios y un láyering financiero cada vez más elevado.

El uso activo de instrumentos políticos de acuerdo con los lineamientos derivados del modelo neoclásico convencional ha logrado cambiar la forma del ciclo económico, aunque no eliminarlo. Así, la experiencia reciente concuerda con la interpretación de las ideas de Keynes presentada aquí: nos hallamos ante un sistema inherentemente inestable y la inestabilidad fundamental es “a la alza”.

En la actualidad, la economía es más una regulada que una economía de laissez faire, sin embargo, las regulaciones no se orientan en la dirección considerada por Keynes. La inversión no se ha socializado. En vez de ello, las medidas concebidas para alentar la inversión privada, muy independientemente de la utilidad social de la inversión, se han difundido en el sistema de impuestos y subsidios. La estrategia

no ha consistido en influir en la distribución del ingreso a modo de elevar la relación consumo-ingreso, antes bien, la estrategia ha sido incrementar el ingreso corporativo libre de impuestos, que tiende a reducir la relación consumo-ingreso. (En 1929, la relación de gastos de consumo personales a ingreso era en Estados Unidos de .75; en 1972 esa misma relación había bajado a .63). Más todavía, el patrón de distribución del ingreso ha llevado a la proliferación de las necesidades relativas que suelen mantener la escasez de capital. El estímulo artificial, mediante la publicidad, del consumo de cosas a expensas de lo que Keynes habría considerado normas civilizadas, junto con el desperdicio de bienes de capital inherente al gasto de defensa, ha logrado fomentar una continua escasez de capital. En vez de tomar el camino preconizado por Keynes, de satisfacer primero las necesidades absolutas de todos elevando las normas de consumo mínimas, para luego ir en pos de las metas no económicas importantes de la vida, la estrategia de inversión elevada tiene a la economía en la monotonía de un consumo discrecional cada vez mayor, sin ninguna tendencia aparente hacia la saciedad. La tristeza de la opulencia norteamericana puede obedecer a la falta de una meta, a

la aceptación de una norma según la cual "más*" no vale realmente el menor esfuerzo

El éxito de una estrategia de elevada inversión privada depende del crecimiento continuo de las necesidades relativas para validar la inversión privada. También exige que la política se oriente hacia el mantenimiento y el aumento de las cuasi rentas obtenidas por el capital, esto es, el ingreso del rentista y del empresario. Pero esas cuasi rentas altas y crecientes conducen particularmente a la especulación, sobre todo porque se supone que esas ganancias están garantizadas por la política. El resultado es la experimentación con estructuras de pasivos que no sólo hipotecan en proporciones crecientes las entradas de efectivo, sino que también dependen del refinanciamiento continuo de posiciones en activos. Una estrategia para la ocupación plena con inversión y ganancias elevadas — incluso con el apoyo de una política fiscal activa y de un Sistema de la Reserva Federal consciente— lleva hacia un sistema financiero y un funcionamiento económico cada vez más inestables. En un breve lapso el problema económico pasa de evitar una depresión profunda a poner nuevamente en movimiento a una economía estancada, y frenar una inflación a contrarrestar una contracción del crédito. Una vez más asoman por el horizonte la inestabilidad financiera y los ciclos económicos, que tan evidentes fueron históricamente. La estabilidad y la solidez aparentes del sistema financiero de los cincuenta y de principios de los sesenta pueden considerarse ahora como un accidente histórico, que obedeció al superávit financiero de la segunda Guerra Mundial que siguió rápidamente a una gran depresión.

Nin. una economía, regulada o no, puede sobrevivir mucho tiempo como sociedad libre a menos que se considere equitativa, a menos que se la vea como promotora de la justicia social. La promoción de la justicia social por medios económicos exige que las desigualdades de ingreso correspondan a un cierto consenso respecto del valor diferencial de las aportaciones hechas al esfuerzo cooperativo que produce el ingreso. En una economía urbana

sumamente interdependiente, ese consenso no se puede mantener por mucho tiempo, a menos que se limite la desigualdad. Los impuestos y una distribución de los beneficios de la intervención gubernamental que se consideren justos o equitativos son necesarios para que una economía, sobre todo una economía controlada, sea fuerte. En cierto sentido, las medidas adoptadas para evitar la desocupación y mantener la producción "fijan" el juego que es la vida económica, para que ese sistema sobreviva, debe existir el consenso de que el juego no se ha fijado injustamente.

Inevitablemente nos vemos obligados a volver a* problema normativo de saber para quién debe fijarse el juego y qué tipo de producción debe obtenerse. Está claro que, si la meta predominante es una ocupación plena razonable, entonces hasta ahora ha tenido éxito el sistema de desperdicio y de necesidad perpetuos. La combinación de inversión que produce un incremento mínimo o nulo de capital útil, los perennes preparativos bélicos y Las mo las de consumo han logrado mantener el empleo. Pero esa solución al problema de la desocupación y la depresión no lleva a un aumento correspondiente en bienestar sentido. Antes bien, parece colocar a todos —a ricos y pobres, tanto como a los que se sitúan entre unos y otros— en un círculo inflacionario infructuoso, acompañado de lo que se considera un deterioro del medio biológico y social.

Más todavía, como la inversión y las ganancias elevadas dependen de la especulación y la inducen con respecto a las estructuras de pasivos, las expansiones son cada vez más difíciles de regular; la disyuntiva parece ser acomodarse a una inflación acelerada o inducir un proceso de deflación de la deuda que puede llevar a una grave depresión. El éxito de la estrategia política basada en la idea del modo en que funciona la economía, surgida de la interpretación convención./ le Keynes, puede ser transitorio. Ciertamente es más difícil poner h.-v en marcha una expansión no inflacionaria sostenida de lo que lo fue hace una década, a principios de los sesenta

Durante la época de Kennedy-Johnson (1960-1968) se formalizó y se aplicó una estrategia de elevada inversión, altas ganancias y gasto militar, en parte bajo el rubro de una política de crecimiento económico. Una alternativa existe en una estrategia de consumo elevado:

178 INTERPRETACIÓN ALTERNATIVA: IMPLICACIONES POLÍTICAS una vez que reconozcamos que, con instituciones financieras capitalistas, la estabilidad, y sobre todo un periodo de ocupación plena aproximada y crecimiento nocional, es desestabilizadora, entonces se constituye en estrategia apropiada lograr la disminución de la depen-

■ dencia del sistema con respecto a la inversión privada, esto es, cambiar la distribución del ingreso a modo de incrementar la propensión privada media al consumo, acompañando lo anterior con el consumo y la inversión del sector público.

Una economía en que los principales sectores están socializados, en que el consumo de la comunidad satisface una gran proporción de

- las necesidades privadas, en que la tasación del ingreso y la riqueza está concebida para reducir la desigualdad, y en que la especulación con estructuras de pasivos está limitada por leyes que determinan las estructuras permitidas, bien podría alcanzar una cercana aproximación a la ocupación plena sostenida, sin las tensiones y las inestabilidades que son inherentes a la estrategia de política corriente.

Puesto que la socialización de renglones importantes es enteramente compatible con un sector privado amplio, creciente y próspero, esa síntesis de consumo elevado bien podría dar pqso a una mayor libertad para la habilidad y la temeridad empresariales de la que existe en nuestra actual estructura. La síntesis política de elevada inversión y altas ganancias está ligada a empresas e

instituciones financieras gigantescas, pues, al parecer, esa organización de las finanzas y de la industria facilita el logro del financiamiento externo en gran escala. Sin embargo, las empresas del tamaño de las gigantescas compañías norteamericanas tienden a estancarse y a ser ineficientes. Vinculada a una estrategia de organización industrial que limite el poder de las empresas gigantescas institucionalizadas, una estrategia política que destaque el consumo elevado, reduzca la desigualdad del ingreso y limite las estructuras de pasivos permisibles debería tener mayores posibilidades de conducir hacia la iniciativa personal y las empresas individuales que la síntesis actual.

En las condiciones actuales, sin regulaciones sobre el modo de financiar la inversión y sin una estrategia política de consumo elevado y baja inversión privada, la ocupación plena sostenida al parecer lleva a una constante opulencia, a una inflación acelerada y a las amenazas recurrentes de crisis financieras.

A la luz de la interpretación de Keynes que hemos propuesto y de la experiencia reciente es evidente que existen limitaciones a la posibilidad de una economía capitalista de funcionar bien. Sigue existiendo la tendencia de ese tipo de economía a generar graves crisis financieras y ciclos económicos, y la solución a esa tendencia en las condiciones existentes parece exigir una inflación continua, si no es que acelerada. Sin embargo, la interpretación alternativa indica que,

con una política apropiada, podemos lograr mejores resultados de los que estamos obteniendo. Para ello, primero es necesario poner restricciones a las estructuras de pasivos de las empresas. Deberá regularse el financiamiento por deuda de la inversión y de las posiciones en la existencia de capital, sobre todo en las organizaciones en gran escala. Además debe reducirse la dependencia de una elevada tasa de inversión y de los gastos gubernamentales sin beneficios visibles, esto es, en armas. En vez de una estrategia en que el ingreso de los trabajadores y de los

pobres mejore como resultado de un “goteo hacia abajo” del crecimiento del ingreso de los ricos, debe adoptarse una estrategia alternativa en que el ingreso de los pobres se sostenga y se incremente directamente, y donde los ricos corran riesgos.

Como ya se ha mencionado, debido a las repercusiones financieras de una estrategia de elevada inversión y altas utilidades son de-sestabilizadoras, el éxito que la actual estrategia ha tenido bien podría resultar transitorio. De ser así, para sostener una ocupación plena razonable, el enfoque alternativo esbozado, que insiste en una distribución del ingreso igualitaria y en un consumo elevado, constituirá una posible estrategia alternativa, compatible con la eficiencia económica, la justicia social y la libertad individual. Con una más amplia perspectiva filosófica, podríamos contemplar una sucesión de épocas en que fueron apropiadas distintas estrategias de distribución del ingreso con pleno empleo; a un régimen de elevada inversión y altas ganancias bien podría suceder otro régimen igualitario, de elevado consumo, y así otra vez. Siempre será cierto que vivimos nuestras vidas en transición; no hay solución final a los problemas de organizar la vida económica.

La revolución en política y teoría económicas que Keynes creyó engendrar abortó en dos sentidos. La revolución teórica se redujo a un análisis de equilibrio estático y fue luego asimilada por las doctrinas clásicas. El objetivo de la revolución en política consistía en alcanzar las metas de los socialistas sin el estatismo y la homogeneidad que según Keynes derivaban de sus análisis y prescripciones de política con fusos e incluso obsoletos. Tal como se ha interpretado, la teoría de Keynes no proporciona la base para una doctrina radical nueva y racional. La interpretación convencional hace de Keynes el apóstol de un nuevo conservatismo que promueve la inversión a expensas del consumo público y privado, y la desigualdad del ingreso a expensas de la justicia social.

Así, a fin de llegar a un análisis satisfactorio del modo en que funciona una economía capitalista de los setenta, es necesario

regresar a y entender los problemas a que se enfrentaban los econornistas de los años treinta, época en que se desarrolló la Teoría general. Asimismo, con el fin de entender las opciones políticas,a que se enfrentan los

países capitalistas avanzados de la actualidad, es necesario regresar a las cuestiones que constituían el meollo del debate fundamental ocurrido en los años treinta sobre los méritos relativos del capitalismo y del socialismo. Si nos inclinamos, como lo hizo Keynes, del lado de una mezcla que mantiene las propiedades básicas del capitalismo, no es a causa de las virtudes del capitalismo desenfrenado sino antes bien a pesar de sus defectos, que, aunque grandes, pueden en principio controlarse. Pero, si el capitalismo ha de controlarse, a modo de lograr la triada básica de la eficiencia, la justicia y la libertad, entonces la planeación de las regulaciones tendrá que estar iluminada por la conciencia de lo que para Keynes era obvio: que el capitalismo es deficiente con respecto a la estabilidad de la ocupación y a la distribución del ingreso.

BIBLIOGRAFIA

Ackley, Gardner, Macroeconomic Theory, Nueva York, Macmillan, 1961.

Clower, R. W., "Foundations of Monetary Theory", en Monetary Theory, Baltimore, Maryland, Penguin Books, 1969, capítulo 14.

Fisher, Irving, "The Debt-Deflation Theory of Great Depressions", Econometrica, 1, 1933, pp. 337-357.

Galbraith, John Kenneth, "How Keynes Carne to América", en Economías, Peace and Lau.gh.ter, Nueva York, New American Library, 1972, pp. 44-56.

Hahn, F. H., On the Notion of Equilibrium ¿n Economics, Cambridge, Inglaterra, Cambridge University Press, 1973.

Hansen, Alvin, Monetary Theory and Fiscal Policy, Nueva York, McGraw-Hill, 1949.

Harrod, Ray Forbes, The Life of John Maynard Keynes, Nueva York, Harcourt, Brace & World, 1951.

Hicks, J. R., "Mr. Keynes and the 'Classics'; A Suggested Interpretation", *Econometrica*, 5, 1937, pp. 147-159.

Keynes, J. M., * 'Alternative Theories of the Rate of Interest' , *Economic Journal*, 47, junio de 1937, pp. 241-252.

_____, The Collected Writings of John Maynard Keynes, 28 vols., Londres y Basingstoke, Macmillan, para la Royal Economic Society, 1973.

Keynes, J. M., Essays in Persuasion, vol. 9 de Collected Writings of John Maynard Keynes. Contiene:

"Am I a Liberal?", pp. 295-306;

"Can Lloyd George Do It?", pp. 86-125;

"The Consequences to the Banks of the Collapse of Money Value", pp. 150-158;

"The Economic Consequences of Mr. Churchill", pp. 244-270;
"Economic Possibilities for Our Grandchildren", pp. 321-332;

"The End of Laissez-Faire", pp. 272-294;

"Liberalism and Labor", pp. 307-311.

_____ "The 'Ex-Ante' Theory of the Rate of Interest", *Economic Journal*, 47, diciembre de 1937, pp. 663-669.

_____, "The General Theory of Employment", *Quarterly Journal of Economics*, 51, febrero de 1937, pp. 209-223.

_____, Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero, 2a. ed. corregida, México, fce, 1965.

_____, "Recent Economic Events in India", Economic Journal, 19, marzo de 1909, pp. 51-67.

_____, "The Theory of the Rate of Interest", en Readings in the Theory of

Income Distribution, vol. 3, Filadelfia, Blackiston, 1946, pp. 418-424..

_____, A Treatise on Money, Nueva York, Harcourt, Brace, 1930.

_____, A Treatise on Probability, vol. 8 de Collected Writings of John Maynard

Keynes

Leonief, Wasily W. "The Fundamental Assumption of Mr. Keynes' Monetary Theory of Unemployment", Quarterly Journal of Economics, 51, noviembre de 1936, pp. 147-167.

Minsky, H. P., "Monetary Systems and Accelerator Models", American Economic Review, 47, diciembre de 1957, pp. 859-883.

Palinkin, Don., Money, Interest and Power: An Interpretation of Monetary and Value Theory, 2a. ed., Nueva York, Harper & Row, 1965.

Phillips, A. W., "The Relationship between Unemployment and the Rate of Money Wage Rate in the United Kingdom, 1862-1957", Economics, 1958.

Robinson, D. H., Banking Policy and the Price Level: A Study in the Theory of Trade Cycle, Londres, P. S. King & Son. 1926.

Robinson, Joan, Economía Heterodoxa, Nueva York, Basic Books, 1971.

Simons, Henry Calvert, *Economía Policy for a Free Society*. Chicago, University of Chicago Press, 1948.

Sweezy, Paul M., "John Maynard Keynes", en *Keynes' General Theory: Report of Three Academies*. comp. Robert Lekachman, Nueva York, St. Martin's Press, 1964.

Viner, Jacob, "Mr. Keynes on the Causes of Unemployment", *Quarterly Journal of Economics*, 51, noviembre de 1936. pp. 147-167.

ÍNDICE

Este libro se terminó de imprimir -en el mes de noviembre, de 1987 en los talleres de Lito Ediciones Olimpia, S.A. Sevilla 109, y se encuadernó en Enciademación Progreso, S.A. Municipio Libre 188, México 03300, D.F. Se tiraron 3 000 ejemplares.