

DINERO, INVERSION FINANCIAMIENTO AHORRO FINANCIERO:
APUNTES SOBRE EL DISCURSO TEORICO DE J.M.KEYNES

FELIX JIMENEZ
Ph. D. en Economía¹

LIMA, JULIO, 1994

-
1. El autor agradece los comentarios del economista mexicano J.R. Murrat, ex-profesor de El Colegio de México, quien leyó la primera versión de este trabajo. También agradece a Waldo Mendoza, profesor de la Universidad Católica, por sus comentarios a la segunda versión. Para un análisis de la pertinencia de los temas y autores tratados en este trabajo "en la discusión peruana sobre los determinantes de la demanda de dinero y de la demanda de inversión", véase del mismo autor: (a) "Ahorro, Inversión y Crecimiento Económico: una crítica a la concepción ortodoxa", en Socialismo y Participación, No. 41, Marzo 1988; (b) "Inflación, Déficit Público, Desequilibrio Externo y Crecimiento Económico: una crítica al enfoque monetarista". en Socialismo y Participación, No. 40, Diciembre 1987; y, (c) "El comportamiento de la inversión privada y el papel del Estado: notas sobre la acumulación de capital en una economía no-integrada", en Socialismo y Participación, No. 38, Junio 1987. Como es usual en estos casos, la persistencia en los errores son de exclusiva responsabilidad del autor.

INDICE

- I. INTRODUCCION

- II. LA DEMANDA DE DINERO Y LA PREFERENCIA POR LA LIQUIDEZ.
 - 2.1 LAS TRANSACCIONES Y EL DINERO COMO MEDIO DE CIRCULACION.
 - 2.2 EL DINERO COMO RESERVA DE VALOR, MEDIO DE PAGO Y MEDIO DE COMPRA.
 - 2.3 LOS ACTIVOS FINANCIEROS NO-MONETARIOS Y EL DINERO.
 - 2.4 LA PREFERENCIA POR LA LIQUIDEZ.
 - 2.5 LA CRITICA DE H. MINSKY A LA FUNCION DEMANDA DE DINERO DE J.M. KEYNES.

- III. LA DETERMINACION DE LA TASA DE INTERES.
 - 3.1 EL PUNTO DE VISTA DE J. ROBINSON.
 - 3.2 EL PLANTEAMIENTO DEL RADCLIFFE REPORT.
 - 3.3 LA DETERMINACION DE LA TASA DE INTERES SEGUN J.M. KEYNES.

- IV. LOS DETERMINANTES DE LA INVERSION Y LA CRITICA DE H. MINSKY AL PUNTO DE VISTA DE J.M. KEYNES.

- V. INVERSION, FINANCIAMIENTO Y AHORRO.

DINERO, INVERSION, FINANCIAMIENTO Y AHORRO: APUNTES SOBRE EL DISCURSO TEORICO DE J.M. KEYNES

I. INTRODUCCION.

En este trabajo se analiza el significado y la naturaleza del concepto demanda de dinero a partir del examen de las funciones de éste último y de su relación con los otros activos financieros no-monetarios. Por otro lado, se examina la determinación de la tasa de interés desde el punto de vista de la teoría que al respecto elabora J.M. Keynes en su Teoría General y tomando en cuenta los aportes de otros autores. Asimismo, se analizan los determinantes de la inversión tal como están presentados en la Teoría General a partir de la crítica a los planteamientos que hace H. Minsky sobre este particular. Finalmente, se desarrolla el tema del financiamiento de la inversión, a partir del concepto Motivo Financiamiento incorporado por Keynes en sus artículos publicados entre 1937 y 1939, después de su Teoría General.

II. LA DEMANDA DE DINERO Y LA PREFERENCIA POR LA LIQUIDEZ.

2.1 Las transacciones y el dinero como medio de circulación.

En nuestro trabajo crítico de la Teoría Cuantitativa del dinero y su relación con los precios, señalamos que la naturaleza y características de las transacciones son las que determinan la cantidad de dinero necesaria para efectuarlas. Desde esta perspectiva, indicábamos, el concepto de demanda de dinero por el motivo transacciones perdería significado. Parece que esta proposición es expresada en forma adecuada por la Ecuación Cuantitativa de I. Fisher y no por la Ecuación Cuantitativa de Cambridge. La razón se encontraría en el hecho de que ésta última abre la posibilidad de un análisis micro, como paso necesario para llegar a una demanda agregada del dinero.

Veamos. Para la formulación de la Ecuación de Cambridge se parte de una demanda individual de dinero —definido como medio de cambio o circulación, social y generalmente aceptado— directamente dependiente del monto de transacciones a realizar; en el análisis de esta demanda se introducen los llamados costos de oportunidad y otros elementos que impiden o estimulan al individuo a deshacerse de dinero, los mismos que le obligan a elegir y a planear sus transacciones.

Según Laidler "If one looks at the problem of money holding in an economy from the point of view of individual choice-making behavior, one will consider the convenience an individual gets from money holding for the making of transactions, his wealth, the rate of interest, the expectations he holds about the future course of events, and so on, as being potentially important influences upon the demand for money". Ahora bien, el problema se simplifica "by assuming that for an individual the level of wealth, the volumen of transactions, and the level of income would be —over short periods at least— in stable proportions to one another". Entonces, "other things being equal, the demand for money in nominal terms would be proportional to the nominal level of income for each individual"(1). Así, de esta función de demanda individual se llega, por agregación, a la siguiente función de demanda agregada:

$$M_d = (1/V)Y$$

$$= (1/V)pQ$$

donde: M_d es la demanda nominal de dinero; V es la velocidad de circulación del dinero; Y es el ingreso nominal; p es el nivel general de precios; y , Q es el ingreso real.

Si M_s es la oferta total, en equilibrio tendremos $M_s = (1/V)pQ$; es decir, $M_s V = pQ$, que es la misma fórmula presentada en nuestro trabajo sobre el Dinero y su relación con los precios, con el nombre de Ecuación Cuantitativa de Cambridge. Los ceteris paribus de esta ecuación son similares a la de I. Fisher, según la cual la naturaleza de las transacciones y los hechos tecnológicos e institucionales al no variar en el corto plazo, permiten sostener que la correspondiente velocidad de circulación del dinero es constante. En la de Cambridge, por su parte, la velocidad ingreso se supone constante porque en el corto plazo ni las expectativas ni la tasa de interés pueden cambiar significativamente.

Dado los supuestos de la Ecuación de Cambridge, resulta claro que la demanda de dinero sólo dependerá del nivel del ingreso y , como se parte de un dinero que por su función medio de circulación es "universally acceptable in exchange for goods and services"(2), esta demanda estará asociada a las transacciones correspondientes. Por lo tanto, existirá una vinculación entre el motivo transacción y la función medio de cambio o medio de circulación del dinero; no se puede introducir otros motivos ni funciones porque la tasa de interés y las expectativas permanecen constantes. De este modo, dadas las condiciones establecidas por la Ecuación de Cambridge, un incremento de la masa monetaria del tipo que sea, no alterará el clima de confianza, pero su efecto será directo y proporcional sobre el nivel de precios.

Ahora bien, en la medida en que es la propia actividad general del sistema económico que genera la necesidad social de medio de circulación, tampoco en la Ecuación de Cambridge tendrían sentido los conceptos de demanda individual y demanda agregada. Además, si se acepta que a partir del sistema bancario y en forma independiente de los "motivos transacción" de los individuos, se regula la cantidad de dinero de acuerdo con la marcha de la producción, entonces tampoco cabría sitio para la consideración de estas demandas. Como dice Hicks, no puede afirmarse la existencia de una "demanda de dinero por el motivo transacciones en el sentido que hay una demanda voluntaria, semejante a la demanda de mercancías... Desde luego, habrá un volumen de dinero en existencia (puede incluso ser un volumen de dinero constante) pero este volumen dependerá de las transacciones que se vayan realizando y no de las decisiones individuales o de su suma"(3).

2.2 El dinero como reserva de valor, medio de pago y medio de compra.

En una economía monetaria de producción como la capitalista el dinero cumple otras funciones aparte de la de ser medio de circulación. Por consiguiente, la existencia total del dinero no puede estar referida únicamente al intercambio; "alguna parte, aunque sea cuantitativamente escasa, debe ser atribuida a tenencias voluntarias" que responden a incentivos(4), tenencias que nos permiten ahora sí hablar de demandas individuales. Por ejemplo, cuando el dinero desempeña su función medio de pago, existe la posibilidad real de que pueda ser demandado por los deudores. El crédito y

consecuentemente esta función medio de pago inauguran un proceso cuyo objetivo ya no es la obtención de una mercancía, sino la obtención de una cantidad mayor de dinero, su valorización.

Sin duda, lo que resalta en el sistema del crédito desarrollado es que su función de financiar el proceso de reproducción del capital en su conjunto se ejerza fundamentalmente desde instituciones especializadas en la administración del capital de préstamo; las mismas que cumplen un papel de intermediación, administrando el capital-dinero de los ahorradores y prestándolo a inversionistas capitalistas y comerciantes. Entre el sistema de crédito y la financiación de la acumulación capitalista hay, pues, por lo menos en teoría, una estrecha asociación funcional; en este sentido, la expansión del crédito no significará otra cosa que el de desarrollo de distintas formas de captación de ahorros y fondos prestables.

Ahora bien, un acto de ahorro o de sustracción de dinero de la esfera de circulación de las mercancías, constituye una reservación de su capacidad de compra, es decir, de su valor; en esta circunstancia el dinero pasa a desempeñar su función de Reserva de valor. En principio, parece que el ahorro excluye la posibilidad de que el dinero pueda expandirse como capital a través de su utilización en el proceso productivo. Sin embargo, ésta no es la única posibilidad pues el sistema capitalista, en correspondencia con las distintas formas de captación de ahorros, ofrece diversas formas de "reservar" el valor de dinero. En consecuencia, tomada la decisión de ahorrar, habrá que elegir después entre mantener dinero en efectivo o indirectamente en forma de títulos o de valores; la preferencia por cualquiera de las formas dependerá de sus correspondientes riesgos y rentabilidades ponderadas y esperadas(5), lo que significa que la decisión aparecerá fuertemente influida por los "sentimientos especulativos".

Para entender el significado de esta decisión, señalemos algo más sobre las nuevas funciones del dinero. Como se sabe, la función medio de pago aparece al saldar con efectivo la transferencia de capitales-mercancías entre capitalistas, es decir, el crédito comercial efectuado mediante letras de cambio u otros documentos similares. Esta función se distingue claramente de la otra denominada medio de circulación: el dinero ejerce esta última cuando se encuentra en el circuito de las transacciones mercantiles al contado, mientras que como medio de pago está presente en el circuito crediticio y, como tal, sirve para liquidar deudas.

Por otro lado, hemos dicho que se puede reservar capacidad de compra o valor durante un tiempo determinado mediante la sustracción del dinero de la esfera de la circulación. Si a esto le agregamos el hecho de que la función medio de pago se realiza justamente porque el dinero tiene esa capacidad, ya que el que lo recibe puede realizarla inmediatamente, entonces, el ejercicio de la función reserva de valor significará retención de dinero ya sea en forma de medio de pago y/o en forma de medio de compra de un bien o de un activo no-monetario.

A ambas formas de reservación de valor podemos asociarle el motivo precaución, pero, sólo a la segunda puede vincularse en sentido estricto el llamado motivo especulación, en la medida en que la preferencia por retener su poder de compra puede responder a los deseos de obtener ganancias "por saber mejor que el mercado lo que el futuro traerá consigo"(6). Este motivo está fuertemente relacionado con la circulación de activos financieros más que con el crédito comercial; aquí se encuentra la razón por

la cual es preciso decidir entre retener dinero en efectivo o en forma indirecta mediante activos no-monetarios; y, existe posibilidad de elección porque el dinero aparece con el mismo rango de estos activos, es decir, él mismo es un activo financiero. Hicks dice a este respecto: "es de la mayor importancia..., que el dinero que va a ser mantenido como activo de reserva pueda ser sustituido por otras formas de mantener reserva"(7).

2.3 Los activos financieros no-monetarios y el dinero.

Un activo no-monetario se diferencia del dinero porque su poder de compra no puede ser realizado en cualquier momento. Para ejercer este poder debe ser previamente convertido en dinero, es decir, vendido; y este acto puede ciertamente involucrar determinados costos de transacción. El dinero, en cambio, no sólo no involucra costos de transacción sino que tampoco necesita ser vendido para afrontar emergencias de pago o de compra.

¿Por qué se presenta entonces la posibilidad de sustitución del dinero por los activos no-monetarios? A nuestro juicio la sustitución se presenta exclusivamente en la esfera de la circulación de activos financieros, es decir, en la esfera en que el propio dinero es considerado como uno de estos activos; en otras palabras, aquellos mantendrán la característica de ser sustitutos del dinero en la medida en que sólo sustituyen al activo financiero dinero; por lo tanto, no pueden reemplazar todas sus funciones y como tales no pueden ser confundidos absolutamente con él.

Pero hay más. ¿Por qué es posible hablar de la existencia de un grado de liquidez en un activo no-monetario? "Si un activo financiero ha de funcionar como activo de reserva —dice Hicks— es fundamental que posea un cierto grado de liquidez", pero debe ser líquido "en el sentido de que sea realizable a corto plazo sin pérdida"; por lo menos debe ser fácil ponerlo en el mercado" ya que "un activo financiero que sea un activo de reserva es mantenido precisamente, para ser usado en fecha indeterminada, en caso de emergencia"(8). El contenido de la cita es claro: el grado de liquidez de un activo financiero se mide por la facilidad en que pueda ser convertido en dinero y, de esta forma, en poder de compra que puede ejercerse en cualquier momento o "en caso de emergencia".

En resumidas cuentas, de todo lo dicho hasta aquí podemos concluir que no sólo no existen posibilidades de sustitución absoluta del dinero por otros activos financieros, sino que tampoco hay indefinición del dinero por el hecho de que se dé tal sustitución en la esfera de la circulación financiera.

Sin embargo, es verdad que esta conclusión no es ni fue considerada totalmente correcta. Por ejemplo, para el Radcliffe Report de 1959 dicha conclusión no es válida porque no hay "a clear criterion for the inclusion of specific assets in the monetary aggregate"(9). Según este informe a la pregunta sobre este criterio "the usual answer is that we should include as money only those assets which are commonly used as media of exchange"(10). Pero, el dinero no siempre está activo como medio de cambio, puede mantenerse ocioso y, en este caso su poder de compra sólo podrá ser realizado en el futuro. Ahora bien, como el sistema capitalista presenta formas indirectas de mantener dinero ocioso mediante la posesión de activos, "The more liquid is an asset, the more substitutable it is for money, in this sense of providing potential purchasing power"(11). Con palabras del Radcliffe", ... in a highly developed financial system... there are many

liquid assets which are close substitutes for money, as a good to hold and only inferior when the actual moment for a payment arrives"(12).

Pues bien, ¿qué podemos concluir de estas dos citas? La respuesta constituye la confirmación de la explicación hecha anteriormente: los activos financieros no monetarios serán sustitutos del dinero tanto más cuanto más líquidos sean, cuando el dinero mismo sea un activo financiero, cuando permanezca en la esfera de circulación de los activos financieros, ejerciendo su función de reserva de valor; pero, "when the actual moment for a payment arrives", es decir, cuando llega el momento en que el dinero debe ejercer sus otras funciones desaparece toda posibilidad de sustitución.

2.4 La preferencia por la liquidez.

Para Hicks, como el "dinero excedente" respecto al necesario para transacciones "se convierte en activo de reserva" o activo financiero, "el impacto de movimientos monetarios sólo podrá efectuarse a través de la 'cartera de valores'"(13) o de activos financieros. Sabemos ya que el grado de liquidez de estos activos, exclusión hecha de dinero, está asociado no sólo a la existencia de un mercado en el cual puedan venderse fácilmente, sino también al costo que supone su transacción; pero, además, en la medida en que rinden determinados ingresos y tienen un valor, su liquidez estará asociada también a las expectativas que se tengan sobre estos ingresos y sobre las fluctuaciones de sus valores correspondientes.

Por su parte, el dinero aparece como un activo financiero de características singulares; no implica costo alguno, no necesita venderse para convertirse en medio de pago y de compra, mantiene su valor monetario y, no hay incertidumbre respecto a su rendimiento (es cero). Con estas características resulta obvio que se preferirá el dinero, de un lado, por el motivo precaución para afrontar las obligaciones contraídas en dinero y, de otro, por el motivo especulación en la medida en que pueda obtenerse ganancias "por saber mejor que el mercado lo que el futuro traerá consigo". (Es evidente que esta posibilidad de ganancias se presenta porque los valores monetarios y los rendimientos de los activos financieros diferentes al dinero no son fijos, sino inciertos). Para Keynes esta incertidumbre constituye la condición de la preferencia por la liquidez.

Pero, ¿en qué consiste más específicamente esta preferencia? Respondamos. El "dinero excedente" puede mantenerse tal cual, en efectivo, o en todo caso, en forma indirecta mediante la compra de otros activos financieros. La incertidumbre respecto a estos últimos originará expectativas diferentes respecto al comportamiento de sus correspondientes tasas de interés, por tanto, éstas serán influidas fuertemente por el peso relativo de los especuladores "alcistas" o "bajistas" que se encuentra en el mercado financiero, es decir, por el peso relativo de los que creen que los precios de los valores van a subir y de los que piensan lo contrario. Así "la preferencia por la liquidez (será) una potencialidad o tendencia funcional que fija la cantidad de dinero que el público guardará cuando se conozca la tasa de interés"(14); y la tasa aparecerá como la recompensa por privarse de liquidez o de dinero por un período de tiempo determinado.

Keynes señala "tres clases de preferencia por la liquidez" que dependen respectivamente de: 1) el motivo transacción o "necesidad de efectivo para las operaciones corrientes de transacciones personales o de negocios"; 2) el motivo

precaución; y, 3) el motivo especulación(15). En relación a los dos primeros indica que no hay necesidad de conservar efectivo si existe la posibilidad de obtenerlo en el momento oportuno. Por lo tanto, la demanda por ambos motivos puede considerarse dependiente de la tasa corriente de interés, al igual que la demanda por el motivo de especulación descrita anteriormente. Sin embargo, aclara que, por lo general, "la demanda de dinero para satisfacer los (motivos transacción y precaución), ..., no responde a cualquier influencia, excepto el acaecimiento real de un cambio en la actividad económica general y en el nivel de ingresos; mientras la experiencia indica que la demanda total de dinero para satisfacer el motivo especulación suele mostrar una respuesta continua ante los cambios graduales en la tasa de interés(16).

En consecuencia, podemos concluir afirmando que la demanda agregada de dinero de Keynes está conformada tanto por una función dependiente del nivel del ingreso nacional (L_1), más o menos estable en el corto plazo, como por otra (L_2), más inestable, dependiente de las expectativas en torno a los movimientos de la tasa de interés. Es esta última función la que en sentido estricto constituye una "potencialidad o tendencia funcional" que Keynes llama preferencia por la liquidez y que la define en relación a los activos financieros no-monetarios, aunque evidentemente, como, él mismo indica, la demanda por motivo precaución, por depender también de los "costos" de las obligaciones contraídas en dinero, debe considerarse como parte de esta función. Hechas estas aclaraciones e incluidas las observaciones a la llamada demanda para transacciones, podemos identificar la demanda de dinero con la preferencia por la liquidez con el objeto de facilitar la exposición de los temas que siguen en la parte que resta de este ensayo.

2.5 La crítica de H. Minsky a la función demanda de dinero de J.M. Keynes.

H. Minsky está de acuerdo en que la parte del dinero "demandado" por el motivo transacción, es decir, para cerrar el intervalo ingreso-gasto (gasto de consumo) y el intervalo costos-realización de una empresa (motivo de negocios), depende del nivel de los ingresos. Pero descartar este tipo de determinación en el caso de la demanda por el motivo precaución.

En relación a este motivo Minsky destaca no las necesidades de atender gastos repentinos y oportunidades imprevistas, sino la "necesidad de conservar un activo cuyo valor es fijo en términos monetarios para responder a una obligación fijada en dinero"(17). Enseguida introduce explícitamente una función de demanda asociada a esta última necesidad, por tanto, dependiente de "the out-standing private financial commitments, (F)". Más adelante indica que (F) "would increase as planned or ex ante investment increased, reflecting the precautionary demand for cash balances because future payment commitments increase owing to the increase in investment activity"(18).

En la medida en que (F) refleja los "future payment commitments increase owing to the increase in investment activity", es el "cambio en la actividad económica general" y por tanto, en el nivel de ingresos" el que está determinando esta parte de la demanda. Además, si, como es evidente, el volumen de los compromisos depende de la posibilidad de atenderlos con los ingresos esperados de la inversión, entonces serán estos ingresos junto con el costo de los compromisos (la tasa de interés) los que en última instancia determinan la citada demanda por el motivo precaución.

Por otro lado, como Minsky supone que existen sustitutos del dinero de carácter líquido (NM), los sustrae de la preferencia por la liquidez para llegar a una "pura" ecuación de demanda de dinero. De esta manera introduce una modificación en el concepto de preferencia por la liquidez de Keynes. Esta ya no será "una potencialidad o tendencia funcional que fija la cantidad de dinero que el público guardará"(19), puesto que hay otros activos líquidos como el dinero.

En otras palabras, la preferencia por la liquidez no será preferencia únicamente por dinero, sino por éste y los NM. En consecuencia, para llegar a una función de demanda de dinero habrá que restar la preferencia por los NM. Pero, si como el mismo Minsky señala no se puede olvidar que "the only special value of money is that in the form in which it exists it can be used to make cash payments"(20) y que, por otro lado, "money is of invariant value only with respect to money contracts and payment commitments denominated in money"(21), entonces este dinero no podrá ser sustituido absolutamente por otros activos y tampoco será cierto que existen "near monies, NM, satisfy the insurance and precautionary demands for money"(22).

Como reconoce Minsky, en una economía capitalista, el significado especial del dinero no proviene de su carácter de medio de pago, sino de su relación con la existencia de la especulación alrededor del valor de los activos. "Among the transactions that are relevant are the cash-payment commitments as stated in financial instruments and the purchase, sale, and financing of positions in assets. These additional uses of money in a world of uncertainty are the basis of Keynes's liquidity-preference doctrine"(23). Al respecto, como ya fue señalado, el motivo especulativo de Keynes consiste en el "propósito de conseguir ganancias por saber mejor que el mercado lo que el futuro traerá consigo".

En relación a este motivo especulativo Minsky señala que el autor de la Teoría General no analizó con profundidad el hecho de que conseguir ganancias involucra la depreciación o apreciación de los precios de los activos. Suprime, por ejemplo, dice, el precio esperado de los activos de capital como determinante de la demanda especulativa del dinero (L_2). Estos precios esperados (P_k) así como la tasa de interés sobre los préstamos de dinero, serían para él los determinantes de la citada demanda.

Veamos como introduce P_k : "Our argument is that it is necessary to explicitly introduce the price level of capital assets, P_k , as a determinant of the demand for money so that changes in the quantity of money, which lead to a movement along a liquidity-preference function, or changes in uncertainty or in speculative expectations, which lead to a shift in the liquidity-preference function, can affect the price of capital assets". Más adelante agrega: "in this formulation, if M is given, the speculative demand for money can act as a determinant of the price level of capital assets"(24). Como se comprenderá, la cita anterior no nos permite afirmar que P_k determina a L_2 , sino todo lo contrario.

Keynes señala que L_2 sólo puede ser explicada por la incertidumbre respecto al curso futuro de la tasa de interés. L_2 conduce a la tenencia de efectivo M_2 y, ésta -dice- no tiene una "relación cuantitativa alguna con una tasa de interés dada r ; lo que importa no es el nivel absoluto de r , sino su grado de divergencia respecto de lo que se considera como un nivel aceptablemente seguro de r , teniendo en cuenta los cálculos de

probabilidad para esperar que, en cualquier estado de expectativas, una baja de r irá acompañada por un aumento de M_2 "(25).

En nuestra opinión, este tipo de relación de M_2 con r no es otra que la expresión de la relación de la demanda L_2 con los activos financieros no-monetarios; en efecto, si M_2 aumenta porque baja r —tal como indica Keynes— esto ocurre porque el riesgo de mantener dinero en forma de otros activos aumenta y porque "cada baja de r reduce las ganancias corrientes de dicha forma ilíquida, las que están disponibles como una especie de prima de seguro para neutralizar el riesgo de pérdida de capital"(26).

En consecuencia, si el portafolio de una unidad "consists of assets owned or controlled and liabilities put out to achieve this ownership and control"(27), cambios en las expectativas acerca del comportamiento de la tasa de interés afectarán la composición de este portafolio. ¿En qué consiste entonces la crítica de Minsky? Según él, en que Keynes trató confusamente la relación entre el financiamiento de la inversión y el portafolio, al haber suprimido "the price of capital assets in his statement of his liquidity-preference function. Instead of explicitly introducing both the price of capital assets and the terms on money loans in his discussion of portafolios, he phrased his argument in terms of interest rates"(28). Pero, nosotros ya vimos cómo introduce Minsky su P_k .

III. LA DETERMINACIÓN DE LA TASA DE INTERÉS.

El propósito del presente capítulo es mostrar los puntos de convergencia entre los planteamientos de J. Robinson, del Radcliffe Report y de J.M. Keynes, respecto a la determinación de la tasa de interés.

3.1 El punto de vista de J. Robinson.

Para esta autora la determinación de la tasa de interés por la oferta y la demanda de dinero constituye una simplificación porque "la demanda y oferta de cada tipo de bienes tiene tanto derecho a ser considerada como la oferta y demanda de dinero"(29). Para ella, como en el mercado financiero circulan diversos tipos de valores junto con el dinero, "cada tipo de valores implica una alternativa potencial con respecto a los otros. Cada uno de ellos tiene ..., una frontera común con los demás y con el dinero". En consecuencia, el equilibrio "se logra cuando las tasas de interés presentan tales características, que ninguna riqueza se mueve a través de esas fronteras"(30). En otras palabras, son "las preferencias por los distintos tipos de valores, en proporción a su oferta (las que) determinan el patrón general de las tasas de interés"(31). ¿Qué elementos y a través de qué mecanismos pueden modificar a este patrón general? J. Robinson nos señala los cuatro casos siguientes que responden a la pregunta.

(a) La influencia de la oferta de dinero.

Suponiendo que la tasa de los bonos (irredimibles) coincide con el valor promedio, que los beneficios continúan al nivel del pasado inmediato, que los precios de las acciones no cambian ante modificaciones en la tasa de interés y, menospreciando la acción de los especuladores ante cambios en el precio de los valores, la autora analiza los efectos de una modificación en la oferta de dinero (compuesta únicamente por depósitos

bancarios) sobre la estructura de las tasas de interés. Un aumento de estos depósitos induce al banco a comprar letras —de vencimiento a tres meses— para restaurar la proporción normal de sus reservas respecto a otros valores, dando lugar a una disminución de su tasa de interés.

La diferencia entre las tasas de las letras y la de los bonos eleva la demanda de estos últimos, "pero el consecuente ascenso en el precio de éstos fortalece la probabilidad de una baja en su precio futuro. Si las expectativas son claras y definidas, sólo puede ocurrir un pequeño descenso en la tasa de interés a largo plazo... Pero, si las expectativas respecto al interés de los bonos en el curso de los tres próximos meses, son vagas y dudosas, la fuerza de un alza en su precio actual para contrarrestar el atractivo de poseerlos, sería más débil. De esta manera, los efectos que tienen los descensos en la tasa a corto plazo, sobre la de largo plazo, crecen en proporción directa a la incertidumbre que impere en el mercado"(32). Al variar la estructura de tasas, lógicamente varía el equilibrio entre los distintos valores; razón por la cual "aparecerá un movimiento paralelo en el precio de las acciones, regido por consideraciones similares a aquellas que influyen en el movimiento de los precios de los bonos. Así un incremento en la cantidad de dinero disminuye todo el complejo de las tasas de interés"(33).

En resumidas cuentas, "el resultado de acrecentar la cantidad de dinero consiste en bajar la tasa a corto plazo y arrastrar la tasa a largo plazo por debajo de su valor esperado hasta el punto donde el efecto combinado de estos dos movimientos incrementa los atesoramientos en la misma proporción que el aumento en la cantidad de dinero"(34). Hay pues, una influencia de signo contrario que ejercen los cambios en la cantidad de dinero en las tasas de interés, cuyo grado o intensidad depende directamente del grado de incertidumbre.

(b) La influencia de un incremento de la inversión cuya tasa no conduce a la ocupación plena ni a situaciones inflacionarias.

Haciendo abstracción de la especulación, suponiendo cantidad de dinero constante y dejando de lado el efecto de un alza en la proporción de acciones en relación a la riqueza total, Robinson analiza el impacto de la inversión sobre las tasas de interés. El efecto primero es el incremento del ingreso, seguido de un incremento de la demanda de dinero en circulación activa y, posteriormente, de un aumento en el atesoramiento a corto plazo debido al ahorro más alto. Como los empresarios recibieron anticipos para invertir, los bancos al vender sus letras subieron la tasa a corto plazo; la de los bonos subió paralelamente. El ascenso de las tasas limita la elevación de la demanda de dinero, aumentando su velocidad de circulación activa y disminuyendo los atesoramientos. Si el alza de la inversión ocurrió por una elevación de las posibles ganancias, las expectativas acerca de los futuros dividendos mejoran y consecuentemente los precios de las acciones suben. Sin embargo, en la medida en que el riesgo de insolvencia de las empresas disminuye porque "los beneficios de hecho tienden a crecer", baja la tasa de interés debido al abaratamiento del crédito industrial.

(c) La influencia de un cambio en la propensión al ahorro.

Se examina su impacto en el corto y mediano plazos. Si no se afecta la inversión planeada, un incremento del ahorro disminuye el consumo, aumentando los stocks; al

disminuir las compras de los detallistas, baja el ingreso, disminuyendo aún más el consumo y bajando así el empleo; posteriormente los stocks incrementados tienden a disminuir, lográndose un equilibrio de corto plazo con un consumo más bajo y un ahorro igual a la invariable inversión.

Junto al comportamiento de los ahorradores hay que analizar la forma como los detallistas financian el incremento de sus stocks después de ocurrido el incremento del ahorro (Período II). Si los ahorradores atesoran a corto plazo un monto igual al incremento de su riqueza y los detallistas reducen sus saldos efectivos para financiar los stocks, las tasas permanecen constantes. Si los ahorradores han comprado bonos y los detallistas han vendido bonos que poseían, tampoco cambian las tasas. Si los ahorradores atesoran a corto plazo y los detallistas han vendido bonos, se incrementa la demanda de dinero y, consecuentemente se elevan las tasas de interés. Si los ahorradores compran bonos y los detallistas reducen sus saldos efectivos, la tasa de interés desciende.

Como se supone constante la cantidad de dinero, si los detallistas reciben anticipos bancarios, los bancos habrán tenido que vender letras dando lugar a una elevación de las tasas de interés; si a esto se le suma el atesoramiento de los ahorradores, el incremento de la demanda de dinero que provoca reforzará la elevación de las tasas; si los ahorradores compran bonos, el incremento de la demanda de bonos anula los efectos del comportamiento bancario.

En resumen, si ocurren todos los casos descritos, "durante el período II el efecto sobre las tasas de interés probablemente no sea amplio y hasta donde se produzca ese efecto, puede ser en cualquier dirección"(35). En la situación final ("saltando el turbio remolino del período III"), los ingresos, la ocupación, los requerimientos de dinero y las tasas de corto y largo plazo serán menores que las del período I; por el lado de la tasa de acciones, serán más bajas en las empresas buenas, pero en las empresas ordinarias al aumentar el riesgo de insolvencia esta tasa puede incluso subir. La inversión habrá disminuido en el caso en que estas últimas empresas predominen en la economía.

(d) La influencia la política de dinero barato.

El Banco Central proporciona efectivo a la banca comercial mediante compras en el mercado abierto. Como esta banca no puede prestar inmediatamente sus reservas incrementadas, se dedica a comprar letras haciendo bajar la tasa de corto plazo; pero, como no le conviene una disminución pronunciada, no bajará mucho sobre la base de "un acuerdo de caballeros". Ahora bien, como la gente espera que la tasa de largo plazo suba ya que disminuyó por debajo de su promedio con la reducción de la de corto plazo, la Banca Central puede intervenir comprando bonos y por tanto haciendo bajar la tasa de largo plazo, contradiciendo así lo esperado por el mercado; al intervenir de esta manera habrá realizado su política de dinero barato.

3.2 El planteamiento del Radcliffe Report.

El Radcliffe Report establece una relación de dependencia entre la demanda agregada y la liquidez, por un lado, y entre esta última y la tasa de interés por el otro. Puesto que se argumenta que el dinero es no definible, no es posible hablar de la determinación de tasas de interés por el mercado monetario. Se propone como objetivo de la política

monetaria influir sobre la demanda agregada, a través del control de la liquidez mediante la manipulación de las tasas de interés.

Para ubicar el mercado en el que se determina la tasa de interés de acuerdo con el Radcliffe Report debemos precisar su concepto de liquidez. Se afirma que todos los activos son líquidos, unos más, otros menos, y que el dinero es perfectamente líquido por definición. Como determinantes de la liquidez de un activo cualquiera se mencionan:

- (1) La velocidad con la cual el activo puede convertirse en dinero;
- (2) El grado de certidumbre de los precios asociada a la conversión;
- (3) "The capital certainty attaching to the conversion".

En relación a los determinantes anteriores se indica que, cuanto mayor sea el grado de certidumbre de precio y de capital, y su velocidad de conversión en dinero, mayor será el grado de liquidez de un activo y, cuanto más líquido es, más puede sustituir al dinero. (Se propone como ejemplo de estos sustitutos a los depósitos bancarios de ahorro).

Respecto al stock de activos líquidos en posesión del sector privado (excluyendo las instituciones financieras) se indica que está constituido por: (1) Holdings of 'money' as conventionally defined, (2) Holdings of readily marketable or encashable obligations of the public sector, (3) Holdings of readily marketable or encashable obligations of financial institutions (37). La liquidez de estos activos, en el corto plazo, dependerá de "the whole range of interest rates and yields on the degree of 'perfection' of the market in the various types of claims"(38).

Para el Radcliffe Report las variaciones en el estado de liquidez de los activos mantenidos por el sector privado alterará el nivel de gastos de consumo e inversión: el gasto no está limitado por el monto de dinero en existencia, sino por la decisión de gastar y por la capacidad para hacerlo. La primera, o sea la decisión de gastar (E_h), depende del valor real de los activos mantenidos: del ingreso real disponible (Y_h), del valor real de los activos financieros (F_h) y de un parámetro que refleja la liquidez del portafolio de activos financieros entre los que se encuentra el dinero; es decir, $E_h = F(Y_h, F_h, F_h L_h)$.

De la función anterior claramente se desprende que si $E_h < Y_h$, no es necesario vender activos —o disminuir la liquidez del portafolio— ni pedir préstamos. Todo lo contrario ocurre cuando $E_h > Y_h$. En el primer caso la presencia de una capacidad para gastar es evidente si hay la inclinación o decisión respectiva. En el segundo, la decisión de gastar está enfrentada con una capacidad en relación a Y_h ; en estas circunstancias, si el dinero requerido no es obtenido en términos tolerables, "that is the end of the matter"(39).

De acuerdo con D.C. Rowan, cuanto mayores son los activos líquidos poseídos, más tolerables son los términos para obtener el dinero necesario para el gasto (de inversión, por ejemplo). (Sin duda, una forma de obtener financiamiento es crear y vender obligaciones). En relación con esto señala que: (1) los cambios en la posición de liquidez de los activos son "important not because they change the desire to spend", y (2) que el determinante más importante del nivel del gasto es la disponibilidad de financiamiento más que la tasa de interés y "that the latter, if important at all, derives its significance from its role as a determinant of the former"(40).

Analicemos ahora los efectos de los cambios en las tasas, cuya influencia en la inversión es poco significativa según el Radcliffe Report. Un cambio en las tasas afecta los rendimientos de los activos de los prestamistas así como la liquidez de su portafolio por los cambios de sus valores. El efecto final es que las instituciones financieras prestarán menos porque en el corto plazo se asume que (1) The capital market exhibits imperfections on both the demand and supply side, (2) Some sub-markets ration funds, (3) While we are always on the supply for loanable funds we are not always on the demand curve"(41). Así, en el corto plazo un crecimiento de la tasa de interés restringe la disponibilidad de fondos y no la demanda.

Para D.C. Rowan, dos son las contribuciones fundamentales de Radcliffe Report: (a) En el corto plazo la política monetaria no puede ser analizada mediante un simple modelo macroestático de equilibrio, debido a "The existence of market imperfections and ... that in significant submarket the rationing process is such that, where planned borrowings exceed planned lendings, it is lenders whose plans are carried out", y (b) que en el corto plazo la tasa de interés no es directamente estimulante de la demanda; más que estar ligada al costo de crédito está ligada a la disponibilidad de fondos, por tanto, al comportamiento del sistema financiero que incide en la velocidad ingreso. En relación con este punto se acepta que la manipulación de la oferta monetaria puede ser útil sólo en tanto permite influir sobre las disponibilidades del crédito(42).

Los que planean gastar en inversión pueden hacerlo creando y vendiendo obligaciones (ya sea al banco, a las instituciones financieras no bancarias, etc.). Ahora bien, "If newly created claims are to be sold to the banks, and the volume of bank deposits is fixed, the banks must undertake a switch from investments to advances. Bonds are sold by the banks to the public, which extinguishes some idle deposits, and advances made to businesses, which creates active deposits. A similar process may occur with other financial institutions"(43). Podemos concluir, de acuerdo con la cita, que la posibilidad que tiene una empresa de vender sus obligaciones depende de la disposición que los bancos u otras instituciones tengan para comprarlas mediante la venta de parte de sus activos, y esta inclinación de los bancos a deshacerse de sus activos dependerá del efecto que ello produzca en el valor y la liquidez de su portafolio.

Señalemos el efecto de la modificación de la tasa de interés de los bonos, r_g , (que puede ser manipulada por la Banca Central). Un incremento de r_g produce el llamado **efecto Hawtrey** que consiste en la disminución del valor del portafolio debido a la disminución del precio de los bonos; esto obliga a los bancos a mantener reservas, limitando de esta manera los fondos para crédito industrial. Pero en la medida en que los bonos vendidos por el gobierno bajan de precio y se hacen más rentables, los bancos se inclinarán a comprarlos y esto también disminuirá la capacidad de crédito del sistema. Si la demanda es insensible al costo, la reducción del monto de préstamos será pequeña en términos relativos(44). Pero, como ante cambios de la oferta (o la demanda) las tasas de préstamos no se ajustan rápidamente, se generará un racionamiento del crédito.

Por otro lado, si las empresas en lugar de emitir obligaciones, desean atender sus gastos planeados mediante la venta de sus activos líquidos, "As long as enterprises are marginally dependent on institutional finance, access to which requires, amongst other things, at least a minimum degree of balance-sheet liquidity, the risks of prejudicing

access to institutional finance may inhibit sales. And in so far as rising interest rates increase uncertainty, enterprises themselves may feel increased need for a liquid position". "Thus enterprises may be inhibited from selling financial assets by considerations quite distinct from cost in the sense of interest forgone"(45).

En resumen, para el Radcliffe Report la estructura de tasas de interés depende de las preferencias de los poseedores de riqueza, de sus expectativas respecto al comportamiento futuro de las tasas de corto y largo plazos, de la oferta monetaria y de las cantidades de los diferentes tipos de deudas en existencia (entre las que se encuentra la deuda pública). Con excepción de las preferencias que no pueden ser controladas por las autoridades, los restantes tres elementos pueden ser objeto de la política monetaria; a través de su manipulación se puede afectar a las tasas de interés influyendo en la liquidez de las instituciones financieras, por tanto, en la disponibilidad del crédito y consecuentemente en el gasto.

Para el Radcliffe Report la deuda pública "which can be used to influence the structure of debt outstanding, becomes a matter of major importance"(46). Pero ¿por qué la oferta monetaria no es una variable igualmente importante? La respuesta la encontramos en D.C. Rowan. "If the debt structure and the expectations of asset holders are given then the authorities can control either the structure of rates or the money supply but not both. If, the strategic variable is the structure of rates, the money supply must be adjusted accordingly"(47).

CONCLUSIONES

De los planteamientos de J. Robinson y del Radcliffe Report acerca de la determinación de las tasas de interés de corto y largo plazo, podemos concluir lo siguiente:

- (1) Hay coincidencias en que la determinación de las tasas no es resultado único y directo de la oferta y la demanda de dinero.
- (2) En los dos planteamientos las expectativas acerca del curso futuro de las tasas aparece como uno de los factores determinantes.
- (3) Asimismo, hay coincidencias en que el otro factor lo constituye la estructura de deudas de diversos vencimientos.
- (4) En el planteamiento J. Robinson las preferencias de los poseedores de riqueza como determinantes de las tasas, aparece analizado cuando trata los efectos del incremento de la propensión a invertir y de la propensión a ahorrar.
- (5) Tanto J. Robinson como el Radcliffe Report mencionan a la oferta monetaria como otro de los determinantes de las tasas, aunque reconocen que su papel no es directamente estimulante de la actividad económica.
- (6) Además en términos de política monetaria, la política de dinero barato de J. Robinson es un ejemplo de la influencia de la estructura de la deuda del sistema financiero sobre las tasas de interés. Sin embargo, no analiza ni el **efecto Hawtrey** que produce sus compras (o ventas) en el mercado abierto y, por lo tanto, su impacto en la disponibilidad del crédito.

- (7) Asimismo, podemos afirmar que, en la medida en que se establece una relación entre la estructura de tasas y el estado del crédito, la teoría de la tasa de interés monetaria de fondos prestables aparece directamente ligada a la teoría del préstamo bancario cuyo monto es distinto e independiente de la cantidad de dinero circulante: una misma cantidad puede prestarse más de una vez y por la misma razón, en otras situaciones, lo que se presta más de una vez puede reducirse drásticamente.
- (8) Finalmente, podemos decir que en ambos planteamientos el mercado de fondos prestables y de valores, propio del sistema financiero capitalista, aparece como el lugar fundamental para analizar la determinación de las tasas de interés.

3.3 La determinación de la tasa de interés según J.M. Keynes.

¿Puede decirse que J.M. Keynes propone una teoría de la determinación de la tasa de interés por la interacción de la oferta y la demanda de dinero, al margen de consideraciones sobre el mercado de fondos prestables y de valores en general? Tratemos de responder a esta pregunta.

Keynes señala que "la tasa de interés rige las condiciones en que se proveen corrientemente ... fondos"(48) para nuevas inversiones. Hay pues una clara referencia en esta cita al mercado de fondos prestables por lo que la determinación de la tasa de interés (r) habría que buscarla al interior del sistema de crédito. Pero, ahondemos un poco más en su planteamiento.

Si un individuo decide reservar su dinero en forma de activos financieros dejará "a la situación futura del mercado la fijación de las condiciones en que puede..., convertir el poder adquisitivo diferido... en inmediato"(49). Ahora bien, en la medida en que debe tomarse en cuenta el futuro, la preferencia por mantener dinero o liquidez dependerá del grado de incertidumbre que haya respecto al comportamiento futuro de las tasas de interés para plazos variables.

Si se parte de una situación en la que hay una determinada composición en los portafolios de las unidades económicas, un cambio en las tasas obviamente modificará la preferencia por la liquidez y, consecuentemente, la estructura de los citados portafolios por haber ocurrido un cambio en el estado de incertidumbre. En relación con esta preferencia Keynes nos dice: "hay una curva continua que relaciona los cambios en la demanda de dinero para satisfacer el motivo especulación con los que ocurren en la tasa de interés, debido a modificaciones en los precios de los títulos y deudas de diversos vencimientos"(50).

El sentido del efecto sobre la preferencia es inverso: a medida que baja la tasa r , mayor será el número de personas que pensarán que ella subirá en el futuro; además, si a la tasa anterior existían personas que ya demandaban dinero, ante su disminución preverán que va a subir y consecuentemente incrementarán sus demandas. Es importante señalar que en la preferencia por la liquidez, a una tasa dada y excluyendo el dinero necesario para transacciones, hay dinero reservado porque no se demandan otros activos financieros y hay también dinero que no se tiene en efectivo porque están en

valores pero que se quiere tenerlo mediante la venta de éstos. Lo anterior no es otra cosa que la expresión de una preferencia definida por Keynes como potencialidad funcional.

La tasa de interés puede entenderse también, según el autor de la Teoría General, como el precio que equilibra el deseo de conservar riqueza en forma de efectivo, con la cantidad disponible de este último", en la medida en que esto implica que si la recompensa por desprenderse de liquidez baja, el volumen de efectivo demandado excede a su oferta disponible y, en caso de elevarse se produce un excedo de efectivo que nadie deseará mantener. Y acto seguido señala: "si esta explicación es correcta, la cantidad de dinero es otro factor que, combinado con la preferencia por la liquidez, determina la tasa real de interés en circunstancias dadas"(51). A nuestro juicio, de acuerdo con este planteamiento de Keynes, la determinación de la tasa de interés por la oferta y la demanda de dinero sólo puede entenderse en una situación de equilibrio y en circunstancias dadas evidentemente en el mercado financiero. Retomaremos este punto más adelante.

Analícemos las siguientes citas en las cuales Keynes menciona más o menos explícitamente los factores determinantes de la tasa de interés.

- (1) "En circunstancias normales el sistema bancario siempre está, de hecho, en posibilidad de comprar (o vender) valores a cambio de efectivo y ello pujando en el mercado el precio de los valores (o bajándolos)...; y cuanto mayor sea la cantidad de efectivo que deseen crear (o cancelar) por la compra (o venta) de valores y deudas, mayor debe ser la baja (o el alza) en la tasa de interés"(52).
- (2) "Cualquier nivel de interés que se acepte con suficiente convicción como probablemente duradero, será duradero; sujeto..., por supuesto, a fluctuaciones alrededor del nivel normal esperado debidas a toda clase de motivos"(53).
- (3) "Quien crea que las tasas futuras de interés estarán por encima de las supuestas por el mercado, tiene motivo para conservar dinero líquido real, mientras el individuo que difiere el mercado en dirección opuesta, tendrá motivo para pedir dinero prestado a corto plazo con el fin de comprar deudas a plazo más largo. El precio de mercado se fijará en el nivel en que las ventas de los 'bajistas' y las compras de los 'alcistas' se equilibren"(54).

De (1) se deduce la determinación de las tasas de interés por cambios en las ofertas y/o demandas de valores y deudas de distinta maduración. De (2) y (3) se deduce que las expectativas y la acción de los especuladores-tenedores de activos financieros constituyen otro de los elementos fundamentales para la determinación de las tasas de interés. Finalmente de (3) se infieren que las tasas de equilibrio se determinan además por la interacción de la oferta y la demanda en el mercado de valores provocada por los 'alcistas' y 'bajistas'.

Adicionalmente debemos decir que también en Keynes la tasa corriente de interés o la tasa de mercado es un complejo de tasas para deudas de diversos vencimientos. Dado que toda la esfera de circulación financiera es parte importante del sistema crediticio conformado por las instituciones bancarias de crédito ordinario y por las financieras (entre las cuales se encuentra la **Bolsa de Valores**) especializadas en crédito de medio y

largo plazos, el complejo de estas tasas reflejará también el 'costo' de estos tipos de crédito. Resulta claro entonces que las tasas de interés se determinan en el mercado crediticio y financiero.

¿En qué sentido puede afirmarse entonces que la cantidad de dinero combinada con la demanda determinan la tasa de interés? Para Keynes la determinación ocurre en circunstancias dadas; y ¿qué podemos entender por éstas? Creemos que su afirmación siguiente responde a la cuestión. "En cualquier situación dada de expectativas hay en la mente del público cierta inclinación potencial a conservar más efectivo del necesario para satisfacer el motivo transacción o el motivo precaución, que se traducirá en la tenencia real de dinero en una magnitud que depende de los términos en que la autoridad monetaria esté dispuesta a crear efectivo... Por tanto, correspondiendo a la cantidad de dinero creada por la autoridad monetaria habrá, ceteris paribus, una determinada tasa de interés o, más propiamente, un complejo determinado de tasas de interés para las deudas de diversos vencimientos"(55).

En consecuencia, no solamente no hay contradicción sino que son compatibles las afirmaciones de que las tasas de interés de equilibrio, ceteris paribus, están determinadas por la oferta y la demanda de dinero prestable o por la oferta o demanda de dinero totales. Así, llegamos a la conclusión de que la teoría de la tasa de interés de Keynes es una teoría de los fondos prestables y del funcionamiento del mercado de valores, por lo que sus determinantes son los mismos que los analizados por J. Robinson y por el Radcliffe Report, con las diferencias del caso.

IV. LOS DETERMINANTES DE LA INVERSIÓN Y LA CRÍTICA DE H. MINSKY AL PUNTO DE VISTA DE J.M. KEYNES.

Según Minsky, J.M. Keynes relaciona las fluctuaciones de la inversión a variables determinadas en los mercados financieros. Como "the focus for financial markets is on rate of interest"(56), debemos concluir que aquellas fluctuaciones están fundamentalmente vinculadas a las de ésta última. Evidentemente esta conclusión no es correcta ya que para el autor de la Teoría General la escala de inversión depende de la relación entre dos elementos diferentes: la eficiencia marginal del capital (EMK) y el complejo de las tasas de interés (r). "La eficiencia marginal del capital —dice Keynes— en sí misma es cosa distinta de la tasa de interés prevaleciente. Puede decirse que la curva de eficiencia marginal del capital rige los términos en que se demanda fondos disponibles para nuevas inversiones, mientras que la tasa de interés rige las condiciones en que se proveen corrientemente dichos fondos"(57).

Sobre la base de su crítica anterior, Minsky cuestiona la relación inversa entre la tasa de interés y la inversión establecida por los interpretadores de la Teoría General. Según dice, esta interpretación no está en contradicción con la teoría de la productividad marginal del capital. Consecuente con sus críticas se propone como objetivo formular "with precision Keynes's theory of investment, which relates the pace of investment not only to prospective yields but also to ongoing financial behavior"(58). Como veremos más adelante, su formulación descarta a la EMK como uno de los determinantes de la inversión.

Para Keynes la relación entre la EMK y la tasa r es fundamental en su análisis de la determinación de la inversión; ambas son determinantes pero con una sola no se puede decidir nada. Asimismo, como son diferentes, los determinantes de la tasa r serán distintos de los determinantes de la EMK. Pues bien, para Keynes esta última "depende de la relación entre el precio de oferta de un bien de capital y su rendimiento probable". Más precisamente, la EMK está definida como "la tasa de descuento que lograría igualar el valor presente de la serie de anualidades dada por los rendimientos esperados del bien de capital, en todo el tiempo que dure, a su precio de oferta"(59).

En la medida en que los rendimientos esperados son flujos en el tiempo y el precio de oferta un valor corriente, la EMK aparece como un método para relacionarlos o compararlos. El otro método indicado por Keynes consiste en capitalizar los rendimientos para obtener un precio de demanda del bien correspondiente. Según Minsky, el primer método conduce al establecimiento de una relación inversa entre la tasa r y la inversión, mientras que el segundo "is a more natural format for the introduction of uncertainty and risk preference of assets holders into the determination of investments than is the marginal efficiency schedule"(60).

A nuestro juicio el razonamiento de Minsky parte de un error. Al derivar la eficiencia marginal del capital, la identifica como "dimensionally equal to the interest rate that appears, either explicitly or implicitly, in loan contracts"(61). Hecha esta identificación puede afirmar con facilidad lo siguiente: "Keynes derives the negatively sloped relation between investment and the interest rate in the following basic passage": "Si aumenta la inversión en un cierto tipo de capital durante algún período, la eficiencia marginal de este 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 período, 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 demanda de inversión; o alternativamente, la curva de eficacia marginal del capital"(62)(63). Como podrá comprenderse en esta cita no aparece por ningún lado la tasa de interés y no puede aparecer simplemente porque para Keynes ésta es diferente de la EMK.

En la cita anterior de la Teoría General se presenta más bien una relación inversa entre la eficiencia marginal del capital y el volumen de inversión; esto ocurre porque, de acuerdo con Keynes, a medida que aumenta la inversión los rendimientos disminuyen debido a que cantidades cada vez mayores de productos se venden a menores precios y, porque a una demanda incrementada de bienes de capital corresponde un precio de oferta mayor causado por costos marginales crecientes. Sin embargo, lo que resalta en el concepto de EMK es su dependencia del rendimiento probable del capital. Este carácter probable responde a la posibilidad de que puedan ocurrir en el futuro cambios en el costo de los factores de producción, en la tecnología, en los gustos de los consumidores y en la magnitud de la demanda efectiva. No pueden desdeñarse estas posibles modificaciones ya que se trata de tomar una decisión de inversión en bienes que tienen una vida útil de más de un período de producción; en estas circunstancias, es claro que los precios de los productos y de los insumos no pueden tomarse como dados. Esta es la forma como introduce Keynes la incertidumbre y las expectativas en la EMK.

Como para prevenir confusiones acerca de la relación entre la EMK y la tasa r , Keynes advierte: "yo pediría al lector que tomara nota desde ahora que ni el conocimiento del rendimiento probable de un activo ni el de su eficiencia marginal nos permite deducir la tasa de interés ni su valor presente. Debemos descubrir en otra fuente la tasa de interés, y solamente entonces podremos valorar el bien, "capitalizando" su rendimiento probable"(64).

Para Minsky: "the fundamental relation in the theory of investment is the demand price of capital assets as determined by the capitalization of prospective yields. (...). With given prospective yields, the Q_i 's, the demand price of a presentative investment good is given the price of stock P_{Ki} of such capital assets. This can be written as $P_{Ki} = C_i(Q_i)$ where C_i the capitalization factor, what Keynes identified as 'the present value of £1 deferred'"(65).

Examinemos las citas de ambos autores. En primer lugar, según Keynes, para que sea posible capitalizar la tasa de interés debe ser conocida, pero esto no es suficiente para la determinación de la inversión si se desconoce la EMK; en consecuencia, el método de capitalización por sí solo no nos sirve. En segundo lugar, el factor de capitalización C_i , puesto que es definido en el contexto de una cita de Keynes, dependerá de la tasa corriente de interés, pues si esta no se conociera no sería posible tampoco realizar la capitalización de los rendimientos. (La frase completa de Keynes que nos permite identificar el factor de capitalización es la siguiente: "es el valor presente de £1 al plazo de r años a la tasa corriente de interés"). Pero, ¿cómo determina Minsky este factor? Define $P_1 = C_1(CC_i)$, donde P_1 es el precio de los compromisos de pago contraídos, CC las obligaciones contractuales de pago en efectivo y C_1 el factor de capitalización de los préstamos. Posteriormente hace $C_i = uC_1$, donde $0 < u < 1$ refleja los cambios en la incertidumbre: ésta decrece a medida que aumenta u . En consecuencia, para Minsky la capitalización no se realiza con la tasa corriente de interés.

Sin embargo, la tasa de interés de los préstamos que usa Minsky para capitalizar CC es la tasa corriente de interés en la forma como la concibe Keynes y que ya hemos analizado. Minsky cita un párrafo de la Teoría General donde se menciona que esa tasa depende de la potencia de los deseos de conservar riqueza en forma líquida o ilíquida y de las correspondientes magnitudes de oferta de una u otra forma. Como mantiene para esta tasa las mismas propiedades que menciona Keynes en relación con la oferta monetaria (M), propone la función $C_1 = f(M)$ donde C_1 se relaciona directamente con M : cuando ésta tiende a infinito, a partir de determinado punto C_1 se mantiene constante. Asimismo, como $P_{ki} = C_i(Q_i)$, $C_i = uC_1$ y $C_1 = f(M)$, entonces P_k dependerá también de M : cambios de ésta provocarán cambios en P_k en el mismo sentido y cuando M tienda a infinito a partir de un punto P_k tenderá a mantenerse constante. Hemos llegado, pues, a la función $P_k = P_k(M, Q)$ que Minsky propone para un particular activo de capital que será usado en la producción.

A partir de P_k obtiene más adelante una función agregada suponiendo que la "uncertainty and liquidity attributes of capital assets tend to remain in somewhat fixed relation among the various kinds of capital, or if the relation changes over a business cycle the changes are in a predictable relation one another. Thus from the argument that the price of a particular capital asset depends upon the quasi-rents it will earn and the quantity of money, we can move to the proposition that the price level of capital assets depends

upon the aggregate expected quasi-rents and the quantity of money"(66). La función agregada $P_k = P_k(M, Q)$ es inestable no sólo porque no se puede asegurar el resultado de los cambios en M sino también porque las Q 's pueden ser afectadas por variaciones en las expectativas.

En nuestra opinión la razón por la cual los resultados de las modificaciones en M son inciertos se debe al hecho de que por estar vinculada a la tasa de interés de los préstamos pueden ser contrarrestadas por cambios en la preferencia por la liquidez; en otras palabras, el papel no significativo de M se debe al hecho de que son las demandas y las expectativas de los poseedores de riqueza las que en última instancia regulan la cantidad de dinero necesaria en la economía. Keynes nos dice al respecto: "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"(67).

Veamos cómo analiza Minsky la decisión de inversión de un agente económico. Puesto que se trata de un inversionista, el precio de oferta del bien de capital (P_I) se toma como dado y, por tanto, independiente de la cantidad que puede comprar. Como los "additional capital assets are acquired partially by own funds and partially by borrowed or outside funds"(68), el problema es saber qué parte del monto de inversión se financiará con recursos propios (Q^{\wedge}) y qué parte con recursos externos mediante la adquisición de "contractual cash-payment commitments", (CC). Fijado el monto de inversión (I^{\wedge}) que puede ser internamente financiado al precio unitario (P_I), si la firma desea invertir un monto mayor (I_I), es decir, $I_I > I^{\wedge}$, entonces, para cubrir la diferencia $P_I I_I - Q^{\wedge}$ "the firm will promise to pay future cash, in the form of various flows, CC "(68).

A la escala de inversión I_I le corresponde una cantidad determinada de activos de capital (K_i) y asociados a esta cantidad están los rendimientos esperados Q_i . La condición para que se decida la inversión es que el precio de demanda de una unidad de activo de capital sea mayor que su precio de oferta —la inversión se llevará a cabo hasta hacerlos iguales; en términos generales dicha condición se expresaría por: $P_k \geq P_I$ (69). Ahora podemos complicar esta condición incorporando CC .

Como ya se ha visto, los factores de capitalización para Q_i y CC son diferentes, pero Minsky para el análisis de la decisión de inversión propone el siguiente supuesto: "that the capitalization rate on debts is also K^{\wedge} " (70), la misma de Q_i . Hecho este supuesto nos dice: "for capital-asset acquisition to be financed either by retained earnings, Q_i , or by debts, it is necessary that $K^{\wedge}(Q_i - CC) > 0$ " (71). Esta proposición es lógica puesto que si fuera menor que cero a la firma le convendría prestar sus recursos internos en lugar de invertir.

Compraremos las condiciones (i) $P_k > P_I$ y (ii) $K^{\wedge}(Q_i - CC_i) > 0$. Recordemos que anteriormente Minsky nos definió el precio de demanda como $P_{k_i} = C_i(Q_i)$ y el precio de los compromisos de pago contractuales como $P_i = C_i(CC_i)$, con el agregado de que $C_i = uC_i$.

Ahora bien, como supone una misma tasa de capitalización para Q_i y CC_i , debemos entender que esto significa igualar C_i a C_i . Si esto es así, ya que u sería igual a uno, llegamos a una situación de ausencia de incertidumbre para decidir la inversión. En consecuencia, si se cumple la segunda condición no habrá límite para la compra de

cantidades adicionales de capital; pero, Minsky aclara que esto sólo ocurrirá en un "hypothetical world in which the supply of finance to a firm is infinitely elastic, in which all prices and prospective yields are independent of the firm's own scale of operation, and into which the realities of risk and uncertainty never intrude"(71). En el mundo real, sin embargo, esto no sucederá porque los riesgos de los prestamistas y prestatarios estorban, ¡"let alone monopoly and monopsony positions"!

Supongamos ahora que la segunda condición se hace igual a cero, es decir, que los Q_i y los CC_i , capitalizados son iguales, ¿qué habrá ocurrido con la primera condición? No lo sabemos. Nuestra respuesta no puede ser otra, como se comprenderá a continuación, puesto que se ha eliminado del análisis a la EMK.

Para facilitar nuestro análisis escribamos las siguientes tres citas de la Teoría General de Keynes:

- (a) La EMK es "la tasa de descuento que lograría igualar el valor presente de la serie de anualidades dada por los rendimientos esperados del bien de capital, en todo el tiempo que dure, a su precio de oferta"(72).
- (b) "La tasa de inversión sería empujada 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 del mercado"(73).
- (c) Refiriéndose a la cita anterior agrega: "Esto puede expresarse también como sigue: Si Q_r es el rendimiento probable de un activo en el tiempo r , y d_r es el valor presente de £1 al plazo de r años a la tasa corriente de interés, $\Sigma Q_r d_r$ es el precio de demanda de la inversión; y la inversión será llevada hasta el punto donde $\Sigma Q_r d_r$ sea igual al precio de oferta de la inversión en la forma que se ha definido antes"(74).

De las citas anteriores se desprende lo siguiente:

1. La EMK está definida "en términos de expectativa del rendimiento probable y del precio de oferta corriente del bien de capital". Como es una tasa de descuento, matemáticamente tendríamos:

$$P_1 = \frac{Q_1}{(1 + EMK)} + \frac{Q_2}{(1 + EMK)^2} + \dots + \frac{Q_n}{(1 + EMK)^n}$$

donde P_1 es el precio de oferta del bien de capital que está dado, y Q_i representa los rendimientos esperados.

Si suponemos que $Q_1 = Q_2 = \dots = Q_n = Q$, entonces:

$$P_1 = Q \left[\frac{1}{(1 + EMK)} + \frac{1}{(1 + EMK)^2} + \dots + \frac{1}{(1 + EMK)^n} \right] =$$

$$P_1 = Q \left[\frac{\frac{1}{(1+EMK)} - \frac{1}{(1+EMK)^{n+1}}}{\frac{EMK}{1+EMK}} \right]$$

$$P_1 = Q \left[\frac{1}{1+EMK} - \frac{1}{(1+EMK)^{n+1}} \right] \left[\frac{1+EMK}{EMK} \right] =$$

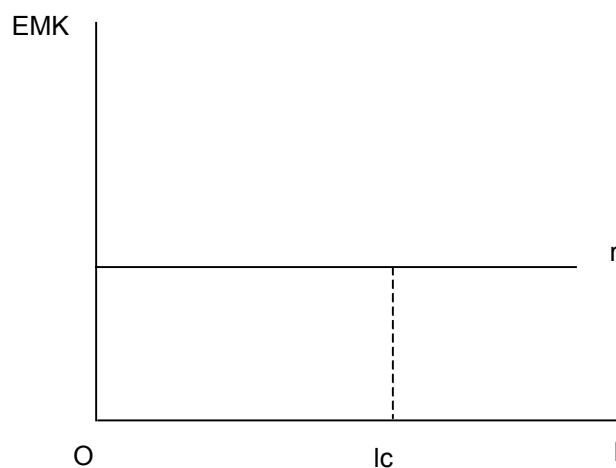
Si para facilitar la explicación suponemos que $n \rightarrow \infty$, tendremos que:

$$\lim_{n \rightarrow \infty} \frac{1}{(1+EMK)^{n+1}} = 0$$

En consecuencia, considerando el supuesto anterior, tendremos

$$P_1 = Q \left[\frac{1}{EMK} \right], \text{ o sea que } P_1(EMK) = Q$$

2. De la cita (b) se deduce que si la tasa corriente de interés r está dada, habrá inversión en caso de que la $EMK > r$; y, la tasa de inversión será empujada hasta que la EMK sea igual a r . Considerando la relación inversa que establece Keynes entre la inversión y la EMK , gráficamente tendremos:



3. De la cita (c) se desprende que la capitalización de los rendimientos debe hacerse a la tasa corriente de interés r ; el resultado de esta capitalización será el precio de demanda de la inversión. Llamando $P_k (= \sum Q_r d_r)$ al precio de demanda y aplicando un procedimiento matemático similar al utilizado anteriormente, obtendremos:

$$Q [1/r] = P_k, \text{ es decir, } Q = rP_k$$

Ahora bien, habrá inversión si, de acuerdo con la mencionada cita, $P_k > P_l$; y, la inversión será empujada hasta hacer igual P_k a P_l . Esta condición matemáticamente es la misma que la primera ($EMK > r$), puesto que $rP_k = P_l(EMK)$, donde P_l está dado. De esta última ecuación podemos deducir otra como la siguiente:

$$P_k = P_l[EMK/r]$$

de la cual se deduce que $P_k = P_l$ si y sólo si se cumple que $[EMK/r] = 1$, es decir, si $EMK = r$.²

A manera de resumen de lo desarrollado en esta sección a partir de las citas de la Teoría General, señalemos lo siguiente:

- (a) Para el momento en que se está tomando la decisión de invertir un determinado monto de capital-dinero, la tasa de interés que se toma en cuenta es la tasa corriente; en cambio, la EMK variará de acuerdo con la escala de inversión que el sujeto económico pretenda realizar.
- (b) En ningún momento aparece una relación inversa entre la tasa de interés y la inversión como elemento fundamental para las decisiones. La mencionada relación puede deducirse únicamente cuando se toman en cuenta los puntos de equilibrio entre la EMK y distintas tasas de interés corriente; vale decir, son los límites a partir de los cuales nadie estaría dispuesto a incrementar la escala de inversión. Consecuentemente esta curva no sería de demanda, máxime si se toman en cuenta tasas corrientes de interés de distintos períodos entre los cuales evidentemente las expectativas no pueden mantenerse sin variación, como tampoco es seguro que los precios de oferta de los bienes de capital sigan siendo necesariamente iguales. En realidad ni siquiera habría una curva

2. El ratio EMK/r es la q de Tobin, definida como el valor de la empresa o firma en el mercado financiero dividido por el costo de reemplazo del capital de la empresa. En otras palabras es el ratio del costo de adquisición de la firma en el mercado financiero (precio de demanda) sobre el costo de compra del capital de la firma en el mercado de bienes (precio de oferta). Así la q de Tobin aparece como un buen indicador de la rentabilidad del gasto en nueva inversión. "q" tenderá a ser mayor que uno si la productividad marginal del capital (descontando la depreciación) es mayor que la tasa de interés. Se supone que esto significa que el precio de las acciones en el mercado de valores es mayor que el costo del capital físico. La decisión de inversión puede entonces hacerse dependiente de la diferencia entre el valor de mercado del stock de capital y el costo de su reemplazo. Véase J. Tobin "A General Equilibrium Approach to Monetary Theory", en Journal of Money, Credit and Banking, Febrero, 1969.

continua que expresara esa relación, sino puntos discontinuos que reflejarían decisiones de inversión tomadas en distintos períodos.

- (c) La decisión de inversión se toma relacionando la EMK con la tasa corriente de interés; ambas constituyen los incentivos de la inversión y ambas responden a expectativas fluctuantes. El origen de estas fluctuaciones se encuentra en el propio funcionamiento del mercado financiero capitalista en el cual tienen cabida los especuladores.

Para terminar citemos un párrafo de la Teoría General en el cual J.M. Keynes nos habla de las relaciones entre la EMK, la tasa de interés y la cantidad de dinero. "Si bien puede esperarse que, ceteris paribus, un aumento en la cantidad de dinero reduzca la tasa de interés, esto no sucederá si las preferencias por la liquidez del público aumentan más que la cantidad de dinero; y mientras puede esperarse que, ceteris paribus, un descenso en la tasa de interés aumente el volumen de la inversión, esto no ocurrirá si la curva de la eficiencia marginal del capital baja con mayor rapidez que la tasa de interés; y mientras es de suponer que, ceteris paribus, un aumento en el volumen de la inversión haga subir la ocupación, esto puede no suceder si la propensión a consumir va en descenso. Finalmente, si el empleo aumenta, los precios subirán en un grado regido en parte por la forma de las funciones físicas de oferta, y en parte por la propensión de la unidad de salarios a subir en términos de dinero. Y cuando la producción ha aumentado y los precios han subido, el efecto de esto sobre la preferencia por la liquidez será aumentar la cantidad necesaria de dinero para mantener una tasa dada de interés"(75).

V. INVERSION, FINANCIAMIENTO Y AHORRO³

Este capítulo está dedicado básicamente a destacar el aporte de Keynes en el tema del financiamiento de la inversión y aclarar la confusión existente entre la oferta de liquidez y la oferta de ahorro sobre la base de algunos de sus artículos publicados entre 1937 y 1939 (76). Como en los capítulos anteriores, también en este nos limitamos a exponer lo, a nuestro juicio, es el contenido del discurso teórico de Keynes, no sólo crítico sino nuevo o contrario a la teoría económica ortodoxa o neoclásica.

"The liquidity-preference theory of the rate of interest which I set forth in my General Theory of Employment, Interest and Money —dice Keynes— makes the rate of interest to depend on the present supply of **money** and the demand schedule for a present claim on money in terms of a deferred claim on money. This can be put briefly by saying that the rate of interest depends on the demand and supply of money; (...) The alternative theory held, I gather, by profesor Ohlin and his group of Swedish economists, by Mr. Robertson and Mr. Hicks, and probably by many others, makes it to depend, put briefly, on the demand and supply of **credit** or, alternatively (meaning the same thing), of **loans**, at different rates of interest. Some of the writers (...) believe that my theory is on the whole the same as theirs and mainly amounts to expressing it in a somewhat

3. Parte de este capítulo amplía y reproduce una de las secciones de nuestro trabajo "Inversión, Financiamiento y Desarrollo: enfoques teóricos en disputa", publicado en Socialismo y Participación, No. 55, Setiembre 1991.

different way. Nevertheless the theories are, I believe, radically opposed to one another" (77)

En efecto, en la teoría neoclásica la inversión se vincula al ahorro mediante la tasa de interés. La inversión aparece como demanda de fondos prestables y el ahorro como oferta de dichos fondos. La tasa de interés los equilibra. El ahorro es sacrificio del consumo de un monto dado de ingreso, para aumentar el ingreso futuro, y su función es proporcionar los fondos necesarios para la inversión que, cuando es llevada a cabo, efectivizará el aumento del ingreso. "We have been all of us brought up, —dice Keynes—, in deep confusion of mind between the demand and supply of money and the demand and supply of saving; and until we rid ourselves of it, we cannot think correctly" (78).

La confusión a la que alude Keynes es parte de otro error en la teoría neoclásica. Según esta teoría el ahorro no reduce el gasto (demanda efectiva agregada) ni el ingreso corrientes, puesto que la decisión de reducir el gasto en satisfacciones presentes es equivalente a la decisión de aumentar el gasto corriente en satisfacciones futuras. El ahorro tampoco reduce el gasto (demanda efectiva agregada) ni el ingreso futuros, puesto que el motivo para reducir el gasto en consumo corriente es aumentar el gasto en consumo futuro. El consumo aumentará cuando el ingreso aumente, y la inversión se igualará al ahorro en el equilibrio de largo plazo.

Como se sabe, en la Teoría General la inversión no depende del ahorro. "El análisis tradicional —dice Keynes— ha advertido que el ahorro depende del ingreso, pero ha descuidado el hecho de que éste depende de la inversión, en tal forma que, cuando ésta cambia, el ingreso debe cambiar necesariamente en el grado precisamente necesario para hacer que la variación en el ahorro sea igual a la de la inversión" (79). El error de la teoría tradicional —según Keynes—, "surge de considerar el interés como la recompensa por la espera como tal, en vez de lo que se recibe por no atesorar, lo mismo que las tasas de rendimientos de los préstamos o las inversiones que implican diversos grados de riesgo no se deben considerar como la recompensa de la espera en sí, sino de correr el riesgo" (80).

El ahorro depende del ingreso, pero no es categoría financiera; esto quiere decir que no constituye fondo alguno de inversión. El ahorro es determinado por la inversión en el corto y en el largo plazos. "The novelty of my treatment of saving and investment consists, not in my maintaining their necessary aggregate equality, but in the proposition that it is, not the rate of interest, but the level of incomes which (in conjunction with certain other factors) ensures this equality" (81).

El ahorro no puede proporcionar la liquidez para invertir. O, en otras palabras, el ahorro no puede convertirse en el requisito para la inversión. The reader is very likely to be led to false conclusions —dice Keynes. For example, he might naturally suppose — (...)— that the right way to prepare for an increase of investment is to save more at an appropriately prior date. But (...) this is impossible. Saving at the prior date cannot be greater than the investment at that date. Increased investment will always be accompanied by increased saving, but it can never be preceded by it. Disharding and credit expansion provides not an **alternative** to increased saving, but a necessary preparation for it. It is the parent, not the twin, of increased saving" (82).

El no gastar (ahorrar) reduce el ingreso. Es verdad que un individuo puede sacrificar el consumo de parte de su ingreso dado, pero la sociedad en su conjunto no puede hacerlo debido a la igualdad inevitable e instantánea entre el ingreso y gasto agregados. El ahorro reduce el gasto y los ingresos corrientes. La elección que puede hacer un individuo respecto de su consumo presente y futuro, no está abierta para la comunidad en su conjunto. Esta debe elegir entre un mayor o menor gasto e ingreso corrientes. Puesto que el sacrificio del consumo de una persona implica la pérdida equivalente de ingresos de otra persona, la reducción del gasto en consumo reduce el ingreso agregado.

El ahorro también reduce el gasto y los ingresos futuros. Los excesos de oferta o de capacidad ocurren porque la caída en el ingreso corriente originado por los esfuerzos de ahorro, causan una disminución de las ventas corrientes y del gasto o realización de futuras ventas anticipadas. Si todos los individuos decidieran ahorrar todos sus ingresos, el ingreso agregado sería igual a cero, lo mismo que el ahorro y el consumo presentes y futuros. "El capital se forma —dice Keynes— no por la propensión a ahorrar, sino como respuesta a la demanda resultante del consumo actual y el probable" (83).

Por otro lado, para Keynes la inversión es parte del gasto agregado al igual que el consumo, pero es un gasto distinto. Mientras el consumo depende del ingreso, la inversión es autónoma respecto de este ingreso. Como gasto especial que no depende del ingreso realizado con producción pasada, la inversión en capital nuevo requiere de financiamiento para ser llevada a cabo, es decir, de liquidez. El sistema financiero es el mecanismo a través del cual se crea dinero nuevo para inversión nueva. "Planned investment —dice Keynes— may have to secure its `financial provision' before the investment takes place; that is to say, before the corresponding saving has taken place. (...). There has, therefore, to be a technique to bridge this gap between the time when the **decision** to invest is taken place and the time when the correlative investment and saving actually occur. This service may be provided either by the new issue market or by the banks (...)" (84).

Más adelante Keynes agrega "let us call this advance provision of cash the `finance' required by the current decisions to invest. Investment finance in this sense is, of course, only a special case of the finance required by any productive process; but since it is subject to special fluctuations of its own, I should (...) have done well to have emphasized it when I analyzed the various sources of the demand for money" (85).

Este es conocido **motivo financiamiento** que Keynes adiciona a los motivos transacción, precaución y especulación para demandar liquidez, desarrollados en su Teoría General. El **motivo financiamiento** no puede subsumirse, como sugiere Minsky, en el **motivo transacción**. Según este autor esto es posible porque mientras el motivo transacción explica la demanda de saldos líquidos como una función del ingreso, el motivo financiamiento explica el incremento de la demanda de dinero como función de un incremento en el nivel esperado del ingreso.

Esta subsunción no es posible puesto que en Keynes la inversión es el punto de partida del proceso de creación de ingresos. Para que la inversión sea ejecutada, es decir, para que los nuevos bienes de capital sean realmente producidos, es necesario una adecuada provisión de financiamiento. El crédito financia (provee de liquidez para) la ejecución

de la inversión nueva, esta determina el ingreso a través del multiplicador y el ingreso así determinado determina el ahorro y, por tanto, el consumo.

No obstante lo anterior, el **motivo financiamiento** no puede subsumirse en el **corpus** de la Teoría General. En esta el stock de dinero se trata como una variable exógena, mientras que el **motivo financiamiento** convierte a la cantidad de dinero es una nueva variable endógena ya que el proceso de financiamiento aparece como un proceso de creación de dinero. En consecuencia, analizar el proceso de financiamiento de la inversión (o, en general, de la economía) implica también estudiar la **oferta de liquidez**, la misma que, en la economía monetaria de producción, es proporcionada por el sistema financiero.

En esta economía, la producción corriente es posible por los gastos o desembolsos de dinero. La producción requiere de financiamiento, es decir, de una oferta de liquidez que no puede confundirse con o asimilarse a la llamada oferta de ahorro. Al respecto, argumentando contra la idea que la tasa de interés resuelve el desequilibrio entre el ahorro **ex ante** y la inversión **ex ante**, Keynes sostiene "**ex ante** investment is an important genuine phenomenon, in as much as decisions have to be taken and the credit or 'finance' provided well in advance of the actual process of investment; (...). There is, however, no such necessity for individuals to decide, contemporaneously with the investment decisions of the entrepreneurs, how much of their future income they are going to save. To begin with, they do not know what their incomes are going to be, especially if they arise out of profit. But even if they form some preliminary opinion on the matter, in first place they are under no necessity to make a definite decision (as the investors have to do), in the second place they do not make it at the same time, and in the third place they most undoubtedly do not, as rule, deplete their existing cash well ahead of their receiving the incomes out of which they propose to save, so as to oblige to investors with 'finance' at the date when the latter require to be arranging it. Finally, even if they were prepared to borrow against their prospective savings, additional cash could not become available in this way except as a result of a change in banking policy. Surely nothing is more certain than that the credit or 'finance' required by **ex ante** investment is not mainly supplied by **ex ante** saving"(86).

El financiamiento de la inversión requiere de NUEVO dinero en la forma, por ejemplo, de demanda de depósitos de las empresas creados por los préstamos que les fueron otorgados por los Bancos comerciales.⁴ "(T)he terms of the supply of the finance

-
4. Este planteamiento es también el de Schumpeter. "¿De donde proceden las sumas necesarias para la compra de los medios necesarios de producción para la ejecución de las nuevas combinaciones, si no los tiene el individuo interesado? la respuesta convencional —dice schumpeter— es bien sencilla: del crecimiento anual de los ahorros sociales (...) (Pero) la mayor parte de ellos no procede de la abstinencia en su sentido estricto (...), sino que consiste en fondos que son a su vez el resultado de innovaciones hechas con éxito y en las cuales reconoceremos más tarde la ganancia del empresario". Pero el método de financiamiento de las nuevas inversiones no puede basarse tampoco sólo en la ganancia del empresario. "Existe —dice Schumpeter—, otro método de obtener dinero para estos propósitos...Este método de obtener dinero es la creación de poder de compra por los bancos. (...) Se trata siempre no de transformar el poder de compra que existe ya en posesión de alguno, sino de la creación de la nada, de nuevo poder de compra —de la nada, aún si el contrato de crédito por el cual se crea el nuevo poder adquisitivo, está sostenido por valores que no son a su vez medios circulantes— que se añade a la circulación existente". Véase Joseph A. Schumpeter, Teoría del

required by **ex ante** investment —dice Keynes— depend on the **existing** state of liquidity preferences (together with some element of forecast on the part of the entrepreneur as to the terms on which he can fund his finance when the time comes), in conjunction with the supply of money as governed by the policy of the banking system" (87).

Los que sostienen que el ahorro financia a la inversión no comprenden por qué, en la lógica del planteamiento de Keynes, ningún ahorro puede ser realizado a nivel agregado, si los gastos fueran sólo gastos en bienes de consumo. Algo, en adición al consumo, debe ser introducido y este es el gasto en inversión. La conclusión es entonces que la inversión no puede ser financiada con ahorros previos. "'(F)inance' has nothing to do with saving— dice Keynes. At the 'financial' stage of the proceedings no net saving has taken place on anyone's part, just as there has been no net investment. 'Finance' and 'commitments to finance' are mere credit and debit book entries, which allow entrepreneurs to go ahead with assurance.(...) Credit, in the sense of 'finance' looks after a flow of investment. It is a revolving fund which can be used over and over again. It does not absorb or exhaust any resources. The same 'finance' can tackle one investment after another" (88).

No hay pues ahorro que no sea generado por la inversión y, por tanto, no puede haber ahorro alguno que preceda a la inversión. Su financiamiento puede ser visto como parte de un fondo revolviente.⁵ "If investment is proceeding at a steady rate —dice Keynes—, the finance (or the commitments to finance) required can be supplied by a revolving fund of more or less constant amount, one entrepreneur having his finance replenished for the purpose of a projected investment as another exhausts his on paying for his completed investment. But if decisions to invest are (e.g.) increasing, the extra finance involved will constitute an additional demand for money" (89). El crédito a los empresarios para el financiamiento de sus inversiones puede ser visto entonces como parte de un flujo circular que no sólo retorna al sistema bancario sino que restablece la liquidez inicial de los bancos.

Asimismo, los NUEVOS préstamos pueden ser considerados como creación endógena de dinero y no necesariamente dependiente de la liquidación de préstamos anteriores. No hay ningún requerimiento para que la posición inicial de liquidez del sistema bancario se restablezca, antes que los bancos decidan hacer nuevos préstamos. Por consiguiente, nuevos préstamos y no ahorros previos son necesarios para la nueva inversión. "The finance required during the interregnum between the intention to invest and its achievement is mainly supplied by specialists, in particular by the banks, which organize and manage a revolving fund of liquid finance. (...) Finance covering the interregnum is, to use a phrase employed by bankers in a more limited context, necessarily self-liquidating' for the community taken as a whole at the end of the interim period"(90).

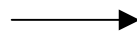
Desarrollo Económico. Una investigación sobre ganancias, capital, crédito, interés y ciclo económico, Fondo de Cultura Económica, Cuarta Edición, e1967, págs. 82-83.

5. Kalecki habla de un círculo de financiamiento que se cierra a sí mismo.

El esquema del proceso financiamiento, inversión y ahorro es más o menos como sigue:

Financiamiento

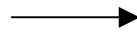
El crédito
financiera



Gastos de Inversión
nueva

Gastos

Gasto de
Inversión y
Consumo



Ingreso o
Producto (Y)

El ahorro, finalmente, es determinado por la inversión y aparece como la diferencia entre el Ingreso y el Consumo ($S=Y-C$ y $S=I$). En términos de flujo monetario, este ahorro es utilizado para pagar las deudas que financiaron la inversión inicial.

Con el tema del financiamiento se introducen otros en el discurso teórico de Keynes: el déficit, el endeudamiento y, nuevamente, el de la determinación de la tasa de interés. En la economía monetaria de producción que estudia este autor, todos los gastos son auténticos, pero deben ser financiados en diferentes formas. El gasto en consumo depende de y es financiado por los ingresos percibidos. Los gastos en inversión neta agregada dependen, por el contrario, de motivos vinculados al comportamiento de los inventarios, es decir, de la demanda, y es financiado por nuevas deudas, las mismas que tienen necesariamente que aparecer como déficit en los presupuestos de los que invierten hasta que no ocurra su cancelación. En la teoría de Keynes, por lo tanto, si los planes de ahorro individuales no se agregan para formar un fondo de acumulación, la inversión neta debe ser financiada mediante una fuente distinta de los ingresos corrientes y esto sólo es posible incurriendo en déficit, es decir, endeudándose.

No hay lugar en esta teoría para la determinación de la tasa de interés mediante el ahorro y la inversión. La tasa de interés es un fenómeno **monetario** "in the special sense that it is the **own rate** of interest (General Theory, p.223) on money itself, i.e. that it equalizes the advantages of holding actual cash and a deferred claim on cash" (91). ¿Cómo se concilia esto con la introducción del motivo financiamiento y, por lo tanto, del crédito? Keynes dice "I have no objection at all to admitting the demand for finance as one of the factors influencing the rate of interest. For 'finance' constitutes, as we have seen, an additional demand for liquid cash in exchange for a deferred claim. It is, in the literal sense, a demand for money. But finance is not the only source of demand for money, and the terms on which it is supplied, whether through the banks or through the new issue market, must be more or less the same as the terms on which other demands for money are supplied. Thus it is precisely the liquidity premium on cash ruling in the market which determines the rate of interest at which finance is obtainable" (92).

La función de la tasa de interés sigue siendo, por lo tanto, modificar o alterar los precios en dinero de los otros activos de capital de tal forma que se igualen la atracción de "tenerlos" con el deseo de mantener efectivo. Esto no tiene nada que ver —dice Keynes— con el ahorro corriente o la inversión nueva (93). "(T)he rate of interest relevant to **ex ante** investment is the rate of interest determined by the **current** stock of money and the **current** state of liquidity preferences at the date when the finance required by the investment decisions has to be arranged" (94).

La incorporación del motivo financiamiento no conduce a Keynes a tratar explícitamente la tasa de interés asociada a los créditos bancarios. Hay, sin embargo, alusiones indirectas o referencias a sus determinantes. El dice, por ejemplo, que "given the state of expectation of the public and the policy of the banks, the rate of interest is that rate at which the demand and supply of liquid resources are balanced". Más adelante, refiriéndose al incremento de la demanda de liquidez que el mismo "cannot be met without a rise in the rate of interest, unless the banks are ready to lend more cash or the rest of the public to release more cash at the existing rate of interest. (...). This means that, in general, the banks hold the key position in the transition from a lower to a higher scale of activity. If they refuse to relax, the growing congestion of the short-term loan market or of the new issue market, as the case may be, will inhibit the improvement, no matter how thrifty the public purpose to be out of their future incomes" (95).

NOTAS

- (1) LAIDLER, D.E.W.
The demand for money, Theories and Evidence. Editado por International textbook company 1973, Gran Bretaña, pág. 49.
- (2) IDEM, pág. 48.
- (3) HICKS, J.R.
"Las dos triadas". En Ensayos Críticos sobre Teoría Monetaria. Ed. Ariel 1970, España, pág. 31.
- (4) IDEM, pág. 31.
- (5) Ver:
"Las dos triadas" de J.R. Hicks, ob.cit.
- (6) KEYNES, J.M.
Teoría General de la Ocupación, el Interés y el Dinero. Ed. FCE 1965, pág. 154.
- (7) HICKS, J.R.
Ob.cit. pág. 59.
- (8) IDEM, págs. 59-60.
- (9) CHICK, V.
The Theory of Monetary Policy. Ed. Gray Mills Publishing Ltdd. 1973. Págs. 59-60.
- (10) IDEM, pág. 60.
- (11) IDEM, pág. 60.
- (12) IDEM, pág. 60.
- (13) HICKS, J.R.
Ob.cit. pág. 58.
- (14) KEYNES, J.M.
Ob.cit. pág. 152.
- (15) IDEM, págs. 154, 176 y 177.
- (16) IDEM, pág. 177.
- (17) IDEM, pág. 176.
- (18) MINSKY, H.P.
J.M. Keynes, Ed. Columbia University Press 1975, pág. 75.

- (19) KEYNES, J.M.
Ob.cit. pág. 152.
- (20) MINSKY, H.P.
Ob.cit. pág. 72.
- (21) IDEM, pág. 72.
- (22) IDEM, págs. 75-76.
- (23) IDEM, pág. 74.
- (24) IDEM, pág. 75.
- (25) KEYNES, J.M.
Ob.cit. pág. 181.
- (26) IDEM, pág. 181.
- (27) MINSKY, H.P.
Ob.cit. pág. 69.
- (28) IDEM, pág. 69.
- (29) ROBINSON, J.
"La tasa de interés". En Ensayos de Economía Poskeynesiana, Ed. FCE 1974. Pág. 179.
- (30) IDEM, pág. 183.
- (31) IDEM, pág. 185.
- (32) IDEM, pág. 187.
- (33) IDEM, pág. 188.
- (34) IDEM, pág. 190.
- (35) IDEM, pág. 199.
- (36) ROWAN, D.C.
"Radcliffe Monetary Policy". En Money and Banking, Ed. Penguin Modern economics readings 1973, pág. 237.
- (37) IDEM, pág. 239.
- (38) IDEM, pág. 239.
- (39) IDEM, pág. 241.

- (40) IDEM, págs. 241 y 242.
- (41) IDEM, pág. 247.
- (42) IDEM, pág. 248.
- (43) IDEM, pág. 251.
- (44) Ver ROWAN, D.C.
Ob.cit. págs. 252 a 255.
- (45) ROMAN, D.C.
Ob.cit. págs. 254-255.
- (46) IDEM, pág. 256.
- (47) IDEM, pág. 257.
- (48) KEYNES, J.M.
Ob.cit. pág. 150.
- (49) IDEM, pág. 151.
- (50) IDEM, pág. 177.
- (51) IDEM, pág. 152.
- (52) IDEM, pág. 177.
- (53) IDEM, págs. 182-183.
- (54) IDEM, pág. 154.
- (55) IDEM, págs. 183-184.
- (56) MINSKY, H.P.
Ob.cit. pág. 94.
- (57) KEYNES, J.M.
Ob.cit. pág. 150.
- (58) MINSKY, H.P.
Ob.cit. pág. 94.
- (59) KEYNES, J.M.
Ob.cit. pág. 125.
- (60) MINSKY, H.P.
Ob.cit. pág. 100.

- (61) IDEM, pág. 97.
- (62) IDEM, pág. 98.
- (63) KEYNES, J.M.
Ob.cit., págs. 125-126.
- (64) IDEM, págs. 126-127.
- (65) MINSKY, H. P.
Ob.cit., págs. 101-102.
- (66) IDEM, págs. 104-105.
- (67) KEYNES, J.M.
Ob.cit. pág. 156.
- (68) MINSKY, H.P.
Ob.cit. pág. 107.
- (69) Para simplificar el análisis estamos dejando de lado las diferencias entre el precio de un activo de capital y el precio de un bien de inversión o, lo que es prácticamente lo mismo, entre un activo de capital y un bien de inversión.
- (70) MINSKY, H.P.
Ob.cit. pág. 108.
- (71) IDEM, pág. 109.
- (72) KEYNES, J.M.
Ob.cit. pág. 125.
- (73) IDEM, pág. 126.
- (74) IDEM, pág. 127.
- (75) IDEM, pág. 156.
- (76) KEYNES, J.M.
(a) "Alternative theories of the rate of interest", publicado en 1937 en el Economic Journal, 64, Junio. En The General Theory and After, Part II, Defense and Development, Vol. XIV. Macmillan, ST. Martin's Press, 1973.
(b) "The 'ex ante' theory of the rate of interest", publicado en 1937 en el Economic Journal, 47, Diciembre. En The General Theory and After, Part II, Defense and Development, Vol. XIV. Macmillan, ST. Martin's Press, 1973.
(c) "Mr Keynes 'Finance'", publicado en 1938 en el Economic Journal, 48, Junio. En The General Theory and After, Part II, Defense and Development, Vol. XIV. Macmillan, ST. Martin's Press, 1973.

- (d) "The process of capital formation", publicado en 1939 en el Economic Journal, 49, Septiembre. En The General Theory and After, Part II, Defense and Development, Vol. XIV. Macmillan, ST. Martin's Press, 1973.
- (77) KEYNES, J.M.
"Alternative theories of the rate of interest", publicado en 1937 en el Economic Journal, 64, Junio. En The General Theory and After, Part II, Defense and Development, Vol. XIV. Macmillan, ST. Martin's Press, 1973, pág. 202.
- (78) KEYNES, J.M.
"The process of capital formation", publicado en 1939 en el Economic Journal, 49, Septiembre. En The General Theory and After, Part II, Defense and Development, Vol. XIV. Macmillan, ST. Martin's Press, 1973, pág. 285.
- (79) KEYNES, J.M.
Teoría General de la Ocupación, el Interés y el Dinero. Ed. FCE 1965, pág. 165.
- (80) KEYNES, J.M.
Teoría General de la Ocupación, el Interés y el Dinero. Ed. FCE 1965, pág. 163.
- (81) KEYNES, J.M.
"Alternative theories of the rate of interest", publicado en 1937 en el Economic Journal, 64, Junio. En The General Theory and After, Part II, Defense and Development, Vol. XIV. Macmillan, ST. Martin's Press, 1973, pág. 211.
- (82) KEYNES, J.M.
"The process of capital formation", publicado en 1939 en el Economic Journal, 49, Septiembre. En The General Theory and After, Part II, Defense and Development, Vol. XIV. Macmillan, ST. Martin's Press, 1973, pág. 281.
- (83) KEYNES, J.M.
Teoría General de la Ocupación, el Interés y el Dinero. Ed. FCE 1965, pág. 325.
- (84) KEYNES, J.M.
"Alternative theories of the rate of interest", en The General Theory and After, Part II, Defense and Development, págs. 207-208.
- (85) KEYNES, J.M.
IDEM, pág. 208.
- (86) KEYNES, J.M.
"The 'ex ante' theory of the rate of interest", en The General Theory and After, Part II, Defense and Development, págs. 216-217.
- (87) KEYNES, J.M.
IDEM, pág. 217.
- (88) KEYNES, J.M.
"Alternative theories of the rate of interest", en The General Theory and After, Part II, Defense and Development, págs. 209.

- (89) KEYNES, J.M.
IDEM, pág. 209.
- (90) KEYNES, J.M.
"The `ex ante' theory of the rate of interest", en The General Theory and After, Part II,
Defense and Development, pág. 219.
- (91) KEYNES, J.M.
"Alternative theories of the rate of interest", en The General Theory and After, Part II,
Defense and Development, págs. 206.
- (92) KEYNES, J.M.
IDEM, págs. 209-210.
- (93) KEYNES, J.M.
IDEM, pág. 213.
- (94) KEYNES, J.M.
"The `ex ante' theory of the rate of interest", en The General Theory and After, Part II,
Defense and Development, pág. 218.
- (95) KEYNES, J.M.
IDEM, pág. 222.