

INSTITUTO POLITÉCNICO NACIONAL

ESCUELA SUPERIOR DE ECONOMÍA

SECCIÓN DE ESTUDIOS DE POSGRADO E INVESTIGACIÓN

**MONEDA, DINERO Y CRÉDITO
LA CONTROVERSA TEÓRICA MONETARIA:
LA VIEJA Y LA NUEVA DISCUSIÓN**

T E S I S

PARA OBTENER EL GRADO DE:

DOCTOR EN CIENCIAS ECONÓMICAS

P R E S E N T A

TERESA SANTOS LÓPEZ GONZÁLEZ

MÉXICO D.F.

AGOSTO 2005

A Luis Ángel y Denisse

*A los estudiantes que, en mi práctica
académica-docente, compartieron mi
anhelo de aprender al mismo
tiempo que enseñaba*

Agradecimientos

Es evidente que siempre es posible mejorar la calidad y resultado de una investigación, pero también es claro que puede ser una tarea sin fin. Muy a menudo, a pesar de sinceros y grandes esfuerzos intelectuales, nos quedamos con un sentimiento de insatisfacción. Sin embargo, estos esfuerzos carecerían de todo sentido práctico, si no tenemos la osadía de dejar que la investigación vea la luz.

Muchas personas influyeron y alentaron mi interés y ambición por emprender esta investigación, aunque por supuesto no tienen responsabilidad alguna de los errores del trabajo. Quisiera aprovechar esta oportunidad para agradecer a la Dra. Guadalupe Mántey de Anguiano por permitirme formar parte de sus proyectos académicos, lo cual ha fortalecido mi formación teórica. Esta investigación es en parte, resultado de las inquietudes y enseñanzas teóricas que de ella he recibido. Como académica me siento afortunada por contar con un *maestro* como ella: bondadosa en lo humano y rigurosa en el quehacer científico de su disciplina. Al Dr. Federico Reina Sosa, mi asesor, por sus valiosos comentarios y sugerencias a la primera versión. A los miembros de la Comisión Revisora, los doctores Adrián Hernández del Valle, Francisco Almagro Vázquez, Humberto Ríos Bolívar y Mario Sánchez Silva les agradezco el tiempo que le dedicaron a la lectura y revisión del trabajo, y cuyas observaciones contribuyeron en mucho a la estructura final del mismo. A las doctoras Irma Manrique C, Noemí Levy O. y al Dr. Ramón Martínez E. por permitirme compartir sus proyectos de investigación, así como sus espacios académicos. A la Mtra. Alva Canizal A., una gran amiga, quien en todo momento me alentó a concluir este trabajo. Su solidaridad y apoyo incondicional fueron fundamentales en momentos familiares difíciles. Agradezco las muchas horas que de su tiempo me brindó. A Analy Guerrero O., una excelente y querida amiga; gracias por permitirme contagiarte y gozar juntas mis proyectos académicos. A Amparo López G., mi hermana, agradezco el apoyo incondicional y el infinito tiempo que ha dedicado a mi familia, en particular a Denisse. Sin ella, el logro de esta meta me hubiera llevado más tiempo.

**MONEDA, DINERO Y CRÉDITO
LA CONTROVERSI TEÓRICA MONETARIA
LA VIEJA Y LA NUEVA DISCUSIÓN**

	Págs.
INDICE.....	1-4
GLOSARIO DE TÉRMINOS.....	1-8
RESUMEN.....	1-2
SUMMARY.....	1-2
INTRODUCCIÓN.....	1-8

PRIMERA PARTE

LA TEORÍA MONETARIA CLÁSICA.
ANTECEDENTES Y SÍNTESIS

CAPÍTULO I.....	3
------------------------	----------

**LA POLÉMICA ENTRE METALISTAS Y MERCANTILISTAS.
PRECIOS, COMERCIO EXTERIOR Y METALES PRECIOSOS**

1. Los metalistas: Reglamentación del cambio monetario y la acumulación de metales preciosos.....	3
2. Los mercantilistas: capital comercial, balanza de pagos y precios.....	10
3. Los precursores de los clásicos. La teoría cuantitativa del dinero y la balanza de pagos.....	13

CAPÍTULO II.....	27
-------------------------	-----------

**LA TEORÍA MONETARIA CLÁSICA.
LA TEORÍA CUANTITATIVA DEL DINERO:
PRINCIPIO BANACRIO VS PRINCIPIO MONETARIO**

1. Los clásicos. Adam Smith y David Ricardo.....	27
2. La teoría cuantitativa del dinero y la Ley de Say.....	32
2.1. La identidad de Say y las características del <i>numerario</i> (dinero).....	33
2.2. La determinación de los precios. Un proceso dicotómico.....	37
3. La teoría monetaria clásica y la Identidad de Say	40
3.1. Cantidad de dinero y precios: El mecanismo directo e indirecto.....	41
3.2. Atesoramiento, ahorro e inversión.....	44
3.3. La inestabilidad de la tasa de interés real.....	47
3.4. El ahorro forzoso y el incremento en los precios.....	49
4. John Stuart Mill. El puente metodológico entre los clásicos y la escuela marginalista.....	52
5. Controversia entre la <i>escuela monetaria</i> y la <i>escuela bancaria</i>	57

SEGUNDA PARTE

LAS APORTACIONES PREKEYNESIANAS Y EL ENFOQUE NEOCLÁSICO. TASA DE INTERÉS, DINERO Y CRÉDITO

CAPÍTULO III..... 65

ANTECEDENTES ANALÍTICOS DEL ENFOQUE DE KEYNES. WICKSELL, THORNTON Y HAWTREY

1. Knut Wicksell.....	70
LA DETERMINACIÓN DE LA TASA DE INTERÉS: UN PROCESO ACUMULATIVO	
1.1. Antecedentes analíticos y contexto histórico.....	70
1.2. La crítica a David Ricardo.....	72
1.3. La crítica a Thomas Tooke.....	78
1.4. El proceso acumulativo y el equilibrio monetario.....	83
1.5. La crítica a la interpretación mecánica de la teoría cuantitativa. Una visión conciliadora entre la Ley de Say y el desequilibrio monetario.....	91
2. Henry Thornton.....	98
EMISIÓN DE BILLETES Y USO DE LAS RESERVAS BANCARIAS: UNA VISIÓN MONETARIA FLEXIBLE	
2.1. Antecedentes analíticos y contexto histórico.....	99
2.2. El papel del banco central y el uso de las reservas bancarias: La visión flexible de Thornton.....	101
2.2.1. El enfoque de David Ricardo.....	102
2.2.2. La crítica de Thornton a la <i>Regla de Circulación Fiduciaria</i> de David Ricardo.....	106
2.2.2.1. Función y uso de las reservas bancarias.....	106
2.2.2.2. La emisión de billetes y el nivel de las reservas.....	109
3. Ralph G. Hawtrey.....	116
EL PAPEL DEL BANCO CENTRAL Y EL CARÁCTER INESTABLES DEL SISTEMA DE CRÉDITO	
3.1. Antecedentes analíticos y contexto histórico.....	116
3.2. Dinero, mercado e instituciones bancarias.....	119
3.3. La inestabilidad del sistema crediticio.....	122
3.4. El dinero como estabilizador del crédito.....	124

CAPÍTULO IV..... 134

EL ENFOQUE NEOCLÁSICO. NEUTRALIDAD Y EXOGENEIDAD DEL DINERO. LOS FUNDAMENTOS DE EQUILIBRIO ECONÓMICO

1. El enfoque neoclásico y el fortalecimiento de la teoría cuantitativa del dinero.....	134
--	-----

1.1. La tasa de interés y el equilibrio entre ahorro e inversión.....	135
1.2. El mercado de fondos prestables.....	139
1.3. Estabilidad de la demanda de dinero.....	142
2. El enfoque keynesiano de la <i>Síntesis Neoclásica</i>	146
2.1. Salarios rígidos a la baja e inversión inelástica: <i>Efecto Pigou</i>	147
2.2. Determinación de la tasa de Interés. Un fenómeno real.....	151
3. El enfoque monetarista moderno.....	152
3.1. Tasa de interés y baja elasticidad de la demanda de dinero.....	152
3.2. El carácter exógeno de la oferta monetaria.....	157
3.3. Los mecanismos automáticos de estabilización: Precios y salarios flexibles.....	162
3.4. La efectividad y los mecanismos de transmisión de la política monetaria.....	164

TERCERA PARTE

EL CARÁCTER MONETARIO DEL SISTEMA ECONÓMICO KEYNES Y EL ENFOQUE POSTKEYNESIANO

CAPÍTULO V	174
-------------------------	-----

UNA REVISIÓN ANALÍTICA DE KEYNES. INCERTIDUMBRE, INVERSIÓN Y AHORRO

1. La preferencia por la liquidez y la tasa de interés.....	176
2. El carácter inestable de la demanda de dinero.....	180
3. Elasticidad positiva de la demanda de dinero.....	188
4. La incertidumbre y el carácter endógeno de la oferta monetaria.....	192
5. Expectativas futuras e inversión.....	198
6. Ahorro <i>ex-ante</i> y preferencia por la liquidez.....	204
7. La política monetaria y el mecanismos de transmisión.....	208

CAPÍTULO VI	213
--------------------------	-----

DINERO ENDÓGENO Y SISTEMA BANCARIO. EL ENFOQUE POSTKEYNESIANO

1. Evolución histórica del dinero.....	214
2. Sistema bancario y dinero endógeno.....	219
2.1. La escuela monetaria y el dinero exógeno.....	219
2.2. La escuela bancaria y el dinero endógeno.....	221
2.3. Dinero bancario y dinero mercancía.....	222
2.4 Intermediación financiera y dinero bancario.....	224

3. Oferta y base monetarias endógenas.....	230
3.1. Oferta monetaria endógena.....	231
3.2. Base monetaria endógena.....	235
4. El sistema económico y el crecimiento económico.....	240
5. Financiamiento y fondeo de la Inversión.....	247
6. La Política monetaria y los mecanismos de transmisión.....	250
6.1. El motivo financiación y el carácter inestable de la demanda de dinero.....	250
6.2. El crédito bancario y el carácter endógeno de la oferta monetaria.....	253
6.2.1. El planteamiento acomodaticio.....	254
6.2.2. El planteamiento estructuralista.....	255
CONCLUSIONES.....	266
BIBLIOGRAFÍA.....	276

GLOSARIO DE TÉRMINOS

Acciones: Documentos que indican que el poseedor participa en la propiedad de una sociedad y que tiene un derecho, aparte de sus beneficios. La clase y número de acciones poseídas, definen los derechos del poseedor y la magnitud de su propiedad. Aunque existen muchas clases de acciones, todas ellas son variantes de dos clases principales: las acciones preferentes y las acciones ordinarias.

Activos financieros: Término contable-financiero con que se denomina a los recursos económicos de un banco o de una institución bursátil. Los activos son los recursos que los bancos e instituciones bursátiles administran en el desarrollo de sus actividades, independientemente si se deben o son de su propiedad.

Ahorro: Parte del ingreso (nacional, familiar o personal) que no se destina a la compra de bienes de consumo. El ahorro se obtiene restándole a los ingresos totales el gasto total en consumo.

Ahorro forzoso: Reducción forzosa del consumo que se produce cuando un gobierno crea dinero para financiar sus actividades. Funciona de la siguiente forma: el gobierno imprime dinero nuevo que utiliza para el pago de armamento, proyectos de inversión, etcétera; en efecto consiste en que los factores de la producción (capital, trabajo y materias primas) disminuyen para la producción de bienes y servicios del sector privado de la economía, como consecuencia de que la producción de bienes y servicios aumento en el sector público.

Agregados monetarios: Se refiere a las mediciones del dinero calculadas por los bancos centrales, a las cuales se les ha denominado: M1, M2, M3 y M4. En el caso de México estos agregados está cuantificados de la siguiente forma:

M1: billetes y monedas en poder del público y depósitos en cuentas de cheque, tanto en moneda nacional como extranjera.

M2: M1 más instrumentos bancarios con vencimiento hasta un año de plazo y aceptaciones bancarias.

M3: M2 más Cetes, Pagafes, Bondes; Tesobonos y papel comercial.

M4: M3 más instrumentos bancarios con vencimiento a más de un año; Petrobonos, Blb's, Ajustabonos, Bonos de Renovación Urbana, Obligaciones Quirografarias, Obligaciones Hipotecarias, Pagaré de empresas Privadas, depósitos de Ahorro para el Retiro (SAR), y Depósitos de FICORCA en el Banco de México.

Amortización: Devolución gradual de una deuda, o redención de los valores mediante pagos periódicos. También significa el proceso de cancelación de un activo fijo durante un número de años, normalmente su vida activa esperada.

Apalancamiento: Proporción que guardan las deudas en relación con el capital propio de una empresa.

Arbitraje: Proceso de obtención de un beneficio de las diferencias en los precios de los bienes o monedas en diferentes momentos del espacio o del tiempo. El beneficio se deriva de comprar en un lugar y/o tiempo y venderlos en otro lugar y/o tiempo.

Banco central: Institución pública cuya finalidad primordial es proponer y aplicar las medidas de política monetaria y crediticia de un país, con el objeto de coadyuvar al buen funcionamiento de la economía nacional. La banca central regula el sistema monetario y el volumen de crédito de un país. Las funciones centrales de un banco central son: a) mantener y regular la reserva monetaria del país; b) emitir moneda en forma exclusiva; c) fijar las tasas de interés que operan en el sistema monetario; d) regular la circulación monetaria y el volumen del crédito; e) actuar como banco de bancos ("prestamista de última instancia") y cámara de compensación; g) realizar operaciones de mercado abierto; h) administrar la deuda pública; y i) constituirse en prestamista del gobierno.

Bancos comerciales: Instituciones privadas de crédito organizadas con el fin de obtener ganancias para sus dueños, mediante la aceptación de depósitos y ahorros del público y la concesión de préstamos que implica el pago de intereses; préstamos que tienen como destino el financiamiento del consumo y/o de la inversión. Una característica importante de los bancos comerciales es su capacidad de crear dinero prestando más dinero del que tienen y de acuerdo con las regulaciones impuestas por la autoridad monetaria del país en que operan. Los bancos comerciales forman parte del sistema financiero del un país, y operan en el mercado de dinero, ya que realizan operaciones a corto plazo.

Base monetaria (o dinero de alta potencia): Es la suma del efectivo en circulación (billetes y monedas metálicas) más los depósitos que tienen los bancos comerciales en el banco central.

Balanza Comercial: Cuantificación monetaria del total de compras y ventas de mercancías de un país con el exterior, en un período determinado, que generalmente es un año. La balanza comercial compara en términos de valor monetario, el total de las exportaciones y de las importaciones. La balanza comercial forma parte de la balanza de pagos, en la cual se registran todas las transacciones económicas con el exterior. Se habla de una balanza comercial favorable, positiva o superavitaria, cuando el valor monetario de las exportaciones totales de mercancías es mayor que el valor monetario de las importaciones totales de mercancías; por el contrario, la balanza comercial será desfavorable, negativa o deficitaria, cuando el valor monetario de las importaciones totales de mercancías es mayor que el valor monetario de las exportaciones totales de mercancías.

Balanza en Cuenta Corriente: Es el registro sistemático de la entrada y salida de divisas por el concepto de compra y venta de mercancías y servicios de un país con el exterior, en un periodo determinado, que generalmente es un año. La balanza en cuenta corriente esta integrada por la balanza comercial (o de

mercancías) y la balanza de servicios (factoriales y no factoriales). La balanza en cuenta corriente forma parte de la balanza de pagos.

Balanza de Pagos: Registro contable de todas las transacciones económicas de un país con el exterior, representadas por compras y ventas de mercancías, movimientos de capital y transferencias de tecnología. La balanza de pagos esta compuesta por: i) la balanza en cuenta corriente, que registra las exportaciones e importaciones de mercancías y servicios; ii) la balanza de capitales; iii) variaciones en las reservas internacionales del país; y iv) el renglón de errores y omisiones. Contablemente, la balanza de pagos siempre está en equilibrio porque el pasivo es igual al activo, sin embargo, económicamente se debe verificar si las salidas de divisas son mayores a las entradas. Una balanza de pagos será superavitaria cuando la entrada de divisas sea superior a la salida; por el contrario, será deficitaria cuando la salida de divisas sea mayor que la mayor que la entrada de las mismas.

Cámara de compensación: Lugar a nivel de localidad, en donde los distintos bancos intercambian los cheques que sus respectivos clientes depositan y/o cobran

Crecimiento económico: Aumento en la producción de bienes y servicios de un país, en un periodo determinado, que generalmente es de un año. El crecimiento económico es cuantificable a través de diversas variables (consumo, inversión, gasto público, exportaciones e importaciones, etc.) contenidas en el cálculo del producto interno bruto y su variación entre un año y otro.

Crédito bancario: Es la transferencia de dinero (préstamo) por parte de un banco a un individuo, empresa o gobierno, a cambio de una promesa de pago en el futuro.

Crisis económica: Significa la ruptura del equilibrio entre la producción y el consumo, pudiendo ser provocada por la sobreproducción o el subconsumo. La crisis se manifiesta cuando muchas pequeñas y medianas empresas empiezan a quebrar. La producción y circulación de bienes y servicios disminuyen drásticamente, aumenta el desempleo y el subempleo, en general se registran desequilibrios comerciales, monetarios, crediticios. Las crisis económicas en el sistema capitalista son inevitables debido a la incertidumbre y a la anarquía en la producción.

Corredor: Intermediario entre dos o más personas en una transacción comercial o financiera. A diferencias del comerciante o inversionista, ni compra ni vende, simplemente pone en contacto al comprador y vendedor.

Deflación: Situación en la que aumenta el valor de la unidad monetaria como resultado de la baja en los precios. En teoría, el valor del dinero puede bajar como resultado de un incremento de la productividad si la renta monetaria aumenta menos que proporcionalmente; en este caso lo oferta excederá a la demanda y los

precios tendrán que bajar, para que la cantidad de bienes y servicios se iguale a la oferta de éstos.

Demanda de dinero: Es una expresión de la preferencia por la liquidez de los individuos. La demanda de dinero esta determinada por las dos funciones básicas del dinero: medio de cambio y almacén de valor. De dichas funciones Keynes derivó tres motivos por los cuales los individuos demandan dinero: Motivo transacción, motivo precaución y motivo especulación.

Depósitos bancarios: Asiento en un banco que señala que los clientes tienen unos títulos por unas cantidades determinadas contra el banco.

Desarrollo económico: Proceso mediante el cual los países pasan de un estado atrasado de su economía a un estado avanzado de la misma. Este nivel representa una mejora en el bienestar de su población en su conjunto. Implica un proceso paulatino y constante, de mejora tanto cuantitativa como cualitativamente, en los niveles de vida. Tres indicadores del desarrollo económico son: a) el aumento de la producción; b) el incremento de la productividad *per capita* en las diferentes ramas productivas de la economía; y c) el aumento en el ingreso *per capita* de la población en su conjunto.

Descuento: La cantidad deducida del valor nominal de una letra de cambio u otra promesa de pago por cobrar el dinero por anticipado de la fecha de madurez. La importancia de la letra de cambio o de cualquier otro instrumento, reside en el hecho de que pueda descontarse y re-descontarse fácilmente, pues de ello depende su carácter de valor negociable.

Dinero: Cualquier mercancía ampliamente aceptada como un medio de cambio y medida de valor en pago de bienes y servicios o como descargo de deudas y obligaciones.

Dinero de curso legal: Aquel dinero que, según la ley de un país, debe aceptarse como pago final de deudas o descargo de obligaciones en los negocios.

Devaluación: Reducción del valor de la moneda nacional en términos de las monedas extranjeras.

Depósitos bancarios: Asiento en un banco que señala

Emisión de dinero: En la mayor parte de los países, el banco central posee el monopolio de la emisión de billetes, debido a que debe poseer el control total sobre la cantidad de papel moneda, para poder desempeñar una parte decisiva de la política monetaria, a saber, la estabilidad en el nivel de precios.

Especulación: Comprar a un precio bajo, mercancías o valores financieros, con la expectativa de vender posteriormente a un precio mayor.

Ex ante: Significa, literalmente, “de antemano”. De aquí que las definiciones *ex ante* de la renta y el ahorro significan la renta y el ahorro esperado en el futuro según los planes presentes. La renta y el ahorro *ex post*, o realizado puede diferir del esperado en tanto incluya elementos no planeados o inesperados

Ex post: Presente o realizado; normalmente en contraste con *ex ante*, que significa planeado o esperado.

Expectativas: Actitudes hacia el futuro que influyen en las decisiones presentes. El consumo y la producción de mercancías requieren tiempo; los precios y las cantidades vendidas y compradas no solo dependen de las preferencias existentes, sino también de las expectativas de los precios futuros.

Expectativas racionales: Expectativas que reflejan los pronósticos de los individuos, usando toda la información disponible.

Fondos prestables: Se refiere a la oferta de recursos que el sistema financiero, en particular el sistema bancario, está dispuesto a prestar dada una tasa de interés. La oferta de fondos prestables esta compuesta por: el ahorro de las personas, familias e instituciones públicas; préstamos y anticipos bancarios y las adquisiciones de valores por parte de los bancos; y el exceso de ingreso sobre el gasto por parte de las autoridades públicas

Incertidumbre: Sinónimo de impredecibilidad o previsión imperfecta. La existencia de la incertidumbre significa que no puede conocerse de antemano el resultado de una acción o, en otras palabras, lo que sucede en la realidad puede ser diferente de lo que se esperaba.

Inflación: Alza continua y generalizada en el nivel de precios. Significa una baja en el nivel del valor del dinero debido al alza de precios.

Instrumentos de política monetaria: Se refiere a las operaciones de mercado abierto, mecanismos de descuento y requerimientos de reservas usados por los bancos centrales para controlar el medio circulante y el crédito

Intermediarios financieros: Instituciones bancarias o bursátiles que intervienen en el proceso de compra venta de activos financieros. Un intermediario financiero típico son los bancos comerciales, quienes tradicionalmente han realizado la operación de intermediación entre los ahorradores y los inversionistas.

Liquidez: En general, la facilidad con que un activo puede convertirse en dinero. Si la riqueza se invierte en activos, como bienes inmuebles, activos financieros de largo plazo o bienes de producción, la disposición de liquidez es menor.

Macroeconomía: Rama de la economía que estudia la producción, distribución y consumo a través de los grandes agregados económicos como la oferta global, la

demanda agregada, el empleo, la inflación, el consumo, la inversión, las exportaciones, las importaciones, los salarios, los costos, el nivel de precios, etc.

Mercado de capitales: Conjunto de instituciones financieras que canalizan la oferta y demanda de préstamos financieros a largo plazo.

Mercado de dinero: Conjunto de instituciones financieras que canalizan la oferta y demanda de préstamos financieros a corto plazo.

Microeconomía: Rama de la economía que estudia las decisiones económicas de los individuos y de pequeños grupos claramente definidos por el tipo de acciones económicas que realizan. Tales aspectos engloba el estudio del comportamiento de los consumidores y productores individuales, determinación del precio de una mercancía, estructuras del mercado.

Metales preciosos (oro y plata): Se emplearon de forma general en el pasado, como medios de cambio

Multiplicador monetario (m): Es la relación entre la oferta monetaria (M) y la base monetaria (B); $m = M/B$.

Oferta de dinero: Es la suma de efectivo en manos del público no bancario más los depósitos a la vista en cuenta de cheques.

Operaciones de mercado abierto: Mecanismo a través del cual los bancos centrales controlan el sistema monetario comprando y vendiendo valores, principalmente valores gubernamentales, a los bancos comerciales y al público.

Pasivos financieros: Término financiero sinónimo de deuda. Son las deudas que contraen las instituciones financieras a través de los depósitos de los ahorradores.

Política monetaria: Instrumento de la política económica, que tiene como objetivo el control de la banca y del sistema monetario por parte del gobierno, con la finalidad de mantener estable el valor del dinero y la balanza de pagos, así como el pleno empleo. Pero se considera que su objetivo e inmediato debe ser el control de la oferta monetaria y del crédito.

Preferencia por la liquidez: Expresa la demanda de dinero. El conjunto de las preferencias por la liquidez individuales conforman la preferencia por la liquidez de la sociedad, que a su vez determina la demanda de dinero

Préstamo: Transferencia de poder adquisitivo entre unidades económicas para proporcionar asistencia financiera al prestatario a cambio de una tasa de interés y, a veces, otras ventajas para el prestamista.

Rendimientos

Rendimiento (de un valor): Es la relación porcentual entre su renta y su precio corriente de mercado.

Redescuento: Es una operación que consiste en que el banco centra,, un banco de desarrollo o un fondo de fomento adquiere cartera de crédito de un banco de primer piso (banco comercial), que a su vez descontó de un cliente, suministrándole recursos líquidos a cambio.

Requerimientos de reservas: Instrumento de los bancos centrales usados para fijar los *ratios* de reservas requeridas a instituciones de depósito.

Reservas monetarias: Es el conjunto de valores líquidos internacionales, y está constituida de oro y divisas con las que cada país liquida en definitiva los saldos finales de sus cuentas con el exterior.

Reservas bancarias: Cuentas bancarias de depósitos en el banco central mas efectivo que es retenido físicamente por los bancos (dinero de caja)

Reservas internacionales: Moneda extranjera en poder del gobierno o de la banca central. La reserva de divisas permite al gobierno hacerle frente a sus obligaciones externa en moneda extranjera y/o para respaldar la estabilidad de la unidad monetaria del país (moneda local).

Riesgo: Probabilidad de que ocurra un suceso, cuya probabilidad puede ser medible o no. Todas las formas actividad empresarial implican un riesgo; primero a causa de que las condiciones de la demanda y oferta del mercado (incluyendo el mercado financiero) al final de una operación pueden diferir de lo que se anticipó antes de iniciarse; segundo a causa de fenómenos naturales como el tiempo, etc.

Sistema financiero: Conjunto de instituciones que captan, administran y dirigen el ahorro y la inversión en un país. Dicho sistema está constituido por instituciones normativas, intermediarios financieros (banca comercial, banca de desarrollo, casas de bolsa, organizaciones auxiliares de crédito), que pueden estar organizados en grupos financieros.

Tasa de descuento: Tasa de interés a la cual los bancos centrales prestan a los bancos comerciales. En la práctica, es la tasa mínima a la que los bancos centrales, como "prestamista de última instancia", está dispuesto a suministrar recursos a las a los bancos que tienen acceso a la ventanilla de descuento del banco, ya sea redescutando documentos o prestando con garantía de bonos gubernamentales a corto plazo.

Tasa de interés: Precio que se paga por el uso de los fondos prestables, generalmente se expresa como un tanto por ciento anual. Esta tasa puede medirse en términos nominales o reales; la primera se refiere al pago en valor corriente, en tanto que la segunda se refiere al valor constante, es decir, excluyendo el efecto de la inflación.

Tasa de interés activa: Es la tasa de interés que las instituciones bancarias *cobran* por los distintos tipos de depósitos, según su plazo. Reciben el nombre de activas debido a que los créditos otorgados por la banca son activos de la banca, esto es, recursos a favor.

Tasa de interés pasiva: Es la tasa de interés que las instituciones bancarias *pagan* por los distintos tipos de crédito a los usuarios de los mismos. Reciben el nombre de activas debido a que los créditos otorgados por la banca son activos de la banca, esto es, recursos a favor. Por ejemplo, las tasas de interés que los depósitos pagan en sus diferentes plazos reciben el nombre de pasivas por constituir un pasivo, una deuda de los bancos para con sus depositantes.

Variables endógenas: Se refiere a variables cuyo valor cambia debido a una fuerza que opera dentro del modelo de simulación económica. También se refiere a aquellas variables sobre las cuales puede influir la política económica de un gobierno, por ejemplo, los salarios.

Variables exógenas Se refiere a variables cuyo valor cambia debido a una fuerza que opera fuera del modelo de simulación económica. También se refiere a aquellas variables sobre las cuales no puede influir la política económica de un gobierno, por ejemplo, el precio del barril del petróleo. .

Velocidad de circulación del dinero: Es el número de veces en un año, la oferta de dinero cambia de mano para financiar las transacciones (velocidad) o el gasto o ingreso agregados (velocidad ingreso)

RESUMEN

En la tradición neoclásica, incluidas sus modernas vertientes monetaristas, el dinero es prácticamente olvidado en el análisis del proceso real de producción, al limitar su papel analítico a la determinación de los efectos que la variación de la oferta monetaria ejerce sobre la formación de los precios y la tasa de interés. En cambio, para Keynes y los postkeynesianos, que en este punto siguen los planteamientos del primero, el dinero adquiere una importancia crucial en el momento de establecer la diferencia entre ahorro e inversión y, de manera más general, entre ingreso, por un lado, y gastos y demanda efectiva, por el otro. En efecto, para Keynes el dinero cumple un papel esencial en el sistema económico, de tal forma que su propuesta analítica supone una integración del dinero con la teoría de la producción y el empleo. En otras palabras, en su análisis relaciona la teoría monetaria con la teoría del valor. Su interpretación del dinero y de la tasa de interés como variables monetarias y financieras, le permite reconocer el efecto de éstas sobre las variables reales, como la demanda efectiva, la producción y el empleo. Así, aunque la tasa de interés esté determinada por el mercado de dinero, los componentes de éste, la oferta y la demanda, están directamente relacionados con la economía real, en especial con los niveles de inversión.

El debate sobre el mercado monetario ha adquirido tal complejidad, que consideramos que su comprensión no es posible únicamente a través de la revisión de las aportaciones de Keynes, es necesario estudiar las tentativas de explicación teóricas que le precedieron, no solo para ubicar su análisis, sino también para comprender correctamente las críticas que éste hizo a los aspectos monetarios fundamentales del enfoque neoclásico, y al mismo tiempo, comprender las aportaciones del enfoque postkeynesiano. En este sentido, nuestra investigación sobre la controversia teórica monetaria tiene como propósito contribuir a la reflexión sobre la teoría monetaria clásica, prekeynesiana y postkeynesiana.

El objetivo de esta investigación se centra en la revisión histórico-analítica del papel del dinero y del crédito en relación con la dinámica del sistema económico. El eje conductor lo constituyen las concepciones teóricas sobre la tasa de interés, la oferta y demanda de dinero, el papel de los bancos comerciales, la función del banco central y los mecanismos de transmisión de la política monetaria.

Consideramos importante iniciar el estudio con las concepciones monetarias de los mercantilistas y de la escuela clásica, pues ello nos permitirá ubicar y revalorar las aportaciones de tres teóricos prekeynesianos: Wicksell, Thornton y Hawtrey, analíticamente necesarias tanto para el rescate de la tradición clásica como para la crítica del enfoque neoclásico. Con esta perspectiva analítica, la ubicación de las tesis originales de Keynes aportará elementos importantes para comprender la discusión contemporánea entre la Nueva Escuela Clásica y el enfoque Postkeynesiano.

SUMMARY

In the neoclassical tradition, including its modern monetarists approaches, the money is practically forgotten in the analysis of the process of real production, when limiting its analytical role to the determination of the effects that the variation of the money supply causes on the formation of the prices and the interest rate. On contrary, for Keynes and the Post-Keynesian that in this issue follow Keynes's theory, the money has an crucial importance in the moment of stablishing the difference between saving and investment, in more general manner, between income, on one hand, and expense and effective demand, on the other hand. In fact, for Keynes money made an important role in the economic system, in this way his analytical proposal supposes an integration of the money with the production and employment theory. In other words, in his analysis he relates the monetary theory with the value theory. His interpretation of money and interest rate as monetary and financial variables, permits recognize the effect of these variables on real variables, as effective demand, the production and the employment. Hence, although the interest rate is determined by the money market, the components of this the demand and supply, are directly related with the real economy. In specially with the investment levels.

The controversy about monetary market has become so complex, that we consider that, its understanding is not possible only through revision of Keynes's contribution, its necessary to study the attempts of previous theory explanations, not only for situating his analysis, but also to correctly comprehend Keynes's criticism of the Neo-classical School, and at the same time, to comprehend the contributions of Post-Keynesian approach. In this aspect, our investigation on the theoretical monetary controversy has as purpose to contribute to the thinking on the monetary theory of Classical, Pre-Keynesian and Post-Keynesian.

The objective of this investigation is focused in the historical-analytical revision of the role of the money and of the credit in relation to the dynamic of the economic system. The central conductor is stablished by the theoretical conceptions on the

interest rate, money supply and demand, the role of the banks, the role of the central bank, and mechanisms of transmission of the monetary policy.

We considerer important to begin the study with the monetary conception of the Mercantilists and Classical School since it will permit us to situate and to revalue the contributions of three theoretical Pre-Keynesian: Wicksell, Thornton and Hawtrey analytically necessary as to the rescue of the classical tradition as for the critics of the Neo-classical approach with this analytical perspective, the position of the original thesis of Keynes will give important elements in order to understand the contemporaneous controversy between the New Classical School and the Post-Keynesian approach.

INTRODUCCIÓN.

La teoría monetaria contemporánea se encuentra en constante evolución. Un momento importante en este proceso lo constituyó la revisión del enfoque *keynesiano* de la síntesis neoclásica, en el cual jugaron un papel central; primero, los análisis de E. S. Phelps y M. Friedman, en particular el de éste último, para sentar las bases del moderno monetarismo y; posteriormente los trabajos de R. Lucas, T. J. Sargent y N. Wallace, quienes enfatizaron el papel de las *expectativas racionales* de los agentes en el funcionamiento y definición del equilibrio de los mercados, análisis que daría origen a la *Nueva Macroeconomía Clásica*, una versión matemáticamente sofisticada y “dinamizada” del modelo neoclásico de equilibrio general. A pesar de los avances teóricos y de los complejos modelos matemáticos elaborados por esta nueva ortodoxia, para superar las debilidades y contradicciones analíticas de las tesis monetaristas de la *síntesis neoclásica*, sus nuevos postulados monetaristas y la supuestas “políticas del *lado de la oferta*”, no representaron un avance significativo en la controversia monetaria contemporánea, y menos aún en el objetivo de estabilizar y conducir a la economía por la *senda natural del equilibrio*.

Estos esfuerzos teóricos por modernizar y dotar de realismo empírico a la teoría cuantitativa del dinero, centro de la vieja y nueva controversia monetaria, no fueron suficientes para sepultar las aportaciones de Keynes; por el contrario, hicieron evidente la necesidad de emprender una revisión de las tesis originales de éste, así como de las aportaciones de los teóricos prekeynesianos. Esta tarea la ha emprendido un grupo pequeño pero significativo de economistas, que han centrado sus esfuerzos analíticos en el desarrollo e innovación de las tesis monetarias originales de Keynes. Promovida y fundamentada originalmente por R. F. Harrod, M. Kalecki, J. Robinson, N. Kaldor, entre otros, la *economía postkeynesiana*, se ha ido conformando como un espacio analítico plural donde confluyen diversas tradiciones intelectuales: keynesianos, clásicos en sus versiones ricardiana y marxista, institucionalistas. Respecto a la discusión

monetaria, en particular sobre el papel del dinero y del crédito en la dinámica macroeconómica del sistema capitalista, sobresalen los trabajos pioneros de S. Weintraub, A. Leijonhufvud, R. W. Clower, P. Davidson, N. Kaldor, H. Minsky, M. Kalecki; y en la actualidad son importantes los avances analíticos logrados por V. Chick, R. Wray, P. Arestis, M. Desai, A. Eichner, S. Fazzari, Ch. Goodhart, M. Lavoie, J. A. Kregel, B. Moore, K. Polanyi, M. Sawyer, L. P. Rochon, por mencionar solo algunos. Como vemos, la vieja discusión en torno al dinero sigue presente, en este sentido, y parafraseando a P. Davidson, podemos decir que hoy en día, el papel, funciones e importancia del dinero en la economía siguen siendo la *liebre perseguida*¹.

La interpretación “keynesiana” que hiciera la *síntesis neoclásica*, de la teoría de Keynes se sostiene en un problema teórico que tiene sus raíces en la *economía clásica*, mismo que fue retomado y desarrollado por la economía neoclásica. Este problema teórico se refiere a la separación de la teoría monetaria y la teoría del valor, en otras palabras, la separación entre el dinero y la economía real. La construcción del modelo neoclásico sobre este andamio analítico no sólo forzó los argumentos originales de Keynes, sino también dio origen a tesis como la de la *exogeneidad y neutralidad* del dinero, que a su vez han derivado en propuestas de política económica y monetaria totalmente distintas a las expuestas por Keynes en su *Teoría general*.

El problema de la teoría económica señalado aquí es central, ya que tiene que ver con la forma cómo es introducido el dinero en el análisis económico y, en consecuencia, con los determinantes de la tasa de interés. Y, es precisamente éste aspecto, por su dimensión e implicaciones macroeconómicas, el punto nodal de la controversia que ha estado presente en la historia de la teoría económica. En efecto, el análisis del dinero y de la tasa de interés se ha constituido en uno de los temas más controversiales de la teoría económica en general, y de la teoría

¹ Davidson, P. (1983), “Por qué es importante el dinero: Lecciones recibidas en medio siglo de teoría monetaria”, en Carlos F. Obregón (comp.), Keynes: *La macroeconomía del desequilibrio*, Trillas-Universidad Autónoma Metropolitana, México, p. 127.

monetaria en particular, debido a que la discusión en torno a los determinantes del interés constituye el punto de partida de los diversos enfoques económicos.

En la actualidad, las interpretaciones más aceptadas son el enfoque neoclásico de los fondos prestables, las concepciones modernas neoclásico-monetaristas, con oferta monetaria “exógena” y demanda de dinero “estable”, derivadas de la versión keynesiana de la *síntesis neoclásica* y la teoría de la preferencia por la liquidez. Las dos primeras parten del mismo tronco común, la *teoría clásica* del dinero y el interés. De ella se derivó la teoría de los fondos prestables, que posteriormente fue re-formulada por Hicks en el modelo de la IS-LM, versión que fue revisada y ampliada por Friedman; obligado por las fuertes críticas a las contradicciones analíticas que dicho modelo presentaba, mismas que fueron reconocidas por el propio Hicks. Por su parte, la teoría de la preferencia por la liquidez, se deriva de la crítica de Keynes a la teoría neoclásica, cuyos argumentos centrales se constituyeron en el inicio de un amplio debate teórico que se ha extendido hasta nuestros días.

Efectivamente, con la aparición de la *Teoría general* la confrontación entre las teorías de los fondos prestables y de la preferencia por la liquidez ocupó el centro del debate teórico. De éste surge la versión keynesiana de la *síntesis neoclásica*. Paralelamente, se fueron elaborando otras explicaciones sobre el dinero y la tasa de interés más apegadas a las tesis de Keynes, como las de Weintraub², Clower, Leijonhufvud, Minsky, Davidson, Kaldor.

Algunos economistas consideran que esta diversidad de interpretaciones ha impedido elaborar una visión global del desarrollo de la teoría del interés y el dinero, porque, se argumenta, ha conducido a una presentación histórica reducida de las principales tesis de los distintos enfoques. Pero, esta visión olvida que existen elementos en común que permiten establecer puntos de vinculación entre

² En particular nos referimos a Weintraub, S. (1957), “Micro Foundations Aggregate Demand and Supply”, *Economic Journal*; (1960), “The Keynesian Theory of Inflation: The Two Faces of Janus”; (1966), “A Keynesian Theory of Employment”, Philadelphia, Chilton Books; (1979), *Microfoundations : The Compatibility of Microeconomics and Macroeconomics*, *Journal of Economic Literature*.

ellos. Por ello, y contraria a esta percepción, nosotros consideramos que los análisis más generales al interior de la teoría monetaria, tienen un punto en común: el carácter monetario o real de la tasa de interés y el dinero. En otras palabras, es el dinero o las fuerzas reales de la economía las que determinan la tasa de interés; es la oferta y la demanda de dinero o es la oferta y demanda de crédito (y en este sentido, el ahorro y la inversión) las que determinan a la tasa de interés.

La discusión en torno a los factores determinantes de la tasa de interés ha sido uno de los puntos centrales del debate teórico a lo largo de la evolución histórica de la teoría económica en general, y de la política monetaria en particular. En un intento por sintetizar dicho debate, podemos hablar de dos conjuntos de teorías: por un lado, un grupo de teorías que explican a la tasa de interés partiendo del mercado de dinero, conocidas éstas como *teorías monetarias*; y otro grupo, que la explican a partir del mercado de préstamos, a las cuales se les ha denominado *teorías reales*.

Consideramos que esta agrupación constituye un eje conductor que permite emprender una revisión analítica, como un todo coherente, de la vieja y nueva controversia sobre la tasa de interés y el dinero. En esta perspectiva analítica, los antecedentes (*la escuela clásica* y los precursores *prekeynesianos*) y los planteamientos posteriores a la propuesta de Keynes, que avanzaron por el camino de las *teorías reales* (*escuela postkeynesiana*), resultan fundamentales en la ubicación de las tesis originales de aquél.

Este re-planteamiento implica derribar tres axiomas centrales del enfoque neoclásico: 1) el de la neutralidad del dinero; 2) el de la sustituibilidad completa, que sostiene que cualquier bien es sustituto de cualquier otro; y 3) el de un contexto económico en donde existe la certidumbre sobre el acontecer de los fenómenos; es decir, la posibilidad de medir estadísticamente el riesgo (ergódico). En su lugar, se proponen cinco principios fundamentales para construir un marco

analítico para una economía monetaria de producción: 1) el dinero influye en los motivos y decisiones, tanto a corto como a largo plazo, es decir, el dinero no es neutral; 2) el sistema económico se desarrolla en un *tiempo histórico*; con un pasado irrevocable y un futuro incierto que es impredecible en términos estadísticos. En otras palabras, los procesos económicos no son ergódicos, debido a que los agentes económicos se enfrentan a un ambiente sujeto a constantes cambios, por lo cual no pueden aspirar a un conocimiento perfecto de ese entorno, que les permita asegurar la maximización de sus decisiones. De ahí la importancia del concepto de *incertidumbre*, definida como la imposibilidad de prever el curso futuro de la economía; 3) como consecuencia del principio anterior, en una economía capitalista se realizan contratos en términos monetarios y a futuro, de entre los cuales el más común es el contrato salarial; 4) el dinero en comparación con los bienes producidos, tiene una elasticidad de sustitución igual a cero (o próxima a cero); y 5) ante una pasividad de la intervención del Estado (*laissez faire*), el desempleo más que el pleno empleo pasa a ser el estado normal del sistema capitalista.

En este sentido, este trabajo pretende contribuir al esfuerzo analítico que realiza la corriente postkeynesiana tendiente a rescatar la pertinencia teórica de la economía de Keynes, que permita avanzar en la elaboración de una teoría monetaria seria, después de casi setenta años³ de tergiversaciones y abusos analíticos del pensamiento de Keynes. Bajo esta perspectiva, el objetivo de esta investigación es realizar una revisión histórico-analítica sobre la controversia monetaria, tomando como eje conductor las concepciones teóricas sobre la tasa de interés, la oferta y demanda de dinero, el papel de los bancos comerciales, la función del banco central y los mecanismos de transmisión de la política monetaria.

Consideramos importante iniciar la investigación con las concepciones monetarias de los mercantilistas y de la escuela clásica, pues ello nos permitirá ubicar y

³ Recordemos que “Mr, Keynes and the Classics” fue escrita por Hicks en 1937.

revalorar las aportaciones de tres teóricos prekeynesianos: Wicksell, Thornton y Hawtrey. Aportaciones analíticas, necesarias tanto para el rescate de la tradición clásica como para comprender la crítica de Keynes al enfoque neoclásico. La reconstrucción de esta perspectiva histórico-analítica y la revisión crítica de las tesis originales de Keynes, nos permitirá ubicar y comprender la discusión contemporánea entre la nueva escuela clásica y la corriente postkeynesiana.

Tres hipótesis de trabajo guían la investigación. La primera, sostiene que en la tradición neoclásica, incluidas sus modernas vertientes monetaristas, el dinero es prácticamente olvidado en el análisis del proceso real de producción, al limitar su papel analítico a la determinación de los efectos que la variación de la oferta monetaria ejerce sobre la formación de los precios y la tasa de interés. En cambio, para Keynes y los postkeynesianos que en este punto siguen fidedignamente los planteamientos del primero, el dinero adquiere una importancia crucial en el momento de establecer la diferencia entre ahorro e inversión y, de manera más general, entre ingreso, por un lado, y gastos y demanda efectiva, por el otro. En efecto, para Keynes el dinero cumple un papel esencial en el sistema económico, de tal forma que su propuesta analítica supone una integración del dinero con la teoría de la producción y el empleo. En otras palabras, su análisis le permite relacionar la teoría monetaria con la teoría del valor. Su interpretación del dinero y de la tasa de interés como variables monetarias y financieras le permite reconocer el efecto de éstas sobre las variables reales, como la demanda efectiva, la producción y el empleo. Así, aunque la tasa de interés aparezca determinada por el mercado de dinero, los componentes de éste, la oferta y la demanda, están directamente relacionados con la economía real, en especial con los niveles de inversión. La segunda hipótesis, afirma que la regulación endógena de las reservas de dinero disponible por parte de los bancos comerciales desempeña un papel central en la expansión del crédito bancario, el cual a su vez es fundamental para entender el proceso de financiamiento de la inversión empresarial y, por ende, para explicar la determinación del nivel de demanda efectiva y el comportamiento del ciclo económico. En este sentido, y siguiendo la perspectiva postkeynesiana, el crédito bancario inyecta fluidez y elasticidad al sistema

económico, al facilitar la corrección de los efectos desequilibradores que la inversión tiende a provocar en la producción y el empleo. En principio, debido tanto a su comportamiento inestable e irregular como a su efecto desigual, a nivel sectorial, sobre el crecimiento de la capacidad productiva y la demanda efectiva; y posteriormente, amortiguando y/o corrigiendo los sesgos recesivos y expansivos del ciclo económico. En otras palabras, el papel del crédito es fundamental en el comportamiento de la actividad económica: por un lado como mecanismo potencialmente corrector de la *inestabilidad endógena* que caracteriza al sistema capitalista (ciclos recurrentes, desempleo de la fuerza de trabajo, subutilización del capital instalado, etc.); y por el otro, y como consecuencia del anterior, como factor que permite que la senda del crecimiento se aproxime a las condiciones de pleno empleo del trabajo y del capital, esto es, para que la tasa de crecimiento de la demanda efectiva y de la inversión sean suficientes para mantener un nivel constante y estable del producto y el empleo. Por último, en la tercera hipótesis, sostenemos que en el *enfoque clásico* la acumulación de capital depende básicamente del excedente producido por las empresas capitalistas; de tal forma que la cantidad de ahorro generada internamente por éstas, determina la posibilidad de expansión de la inversión. Por su parte en el análisis de Marx, la constitución de un moderno sistema de crédito, que concentra el excedente transitoriamente ocioso y disperso generado por las empresas individuales, puso al servicio de la acumulación de capital grandes volúmenes de recursos en forma continua. Ello, de acuerdo con Marx, representó un gran impulso para el desarrollo del sistema capitalista, ya que introdujo mayor flexibilidad al proceso de producción, a través del crédito de corto y largo plazo. Sin embargo, esta aportación no modificó de manera radical el planteamiento central de la *escuela clásica*, según el cual las posibilidades de financiamiento de la inversión dependen del *ahorro interno* generado por las empresas capitalistas. Se trata del mismo crédito empresarial que concentra lo que los postkeynesianos denominan ahorro, esto es, fondos internos de las empresas que han entrado en el circuito financiero. Este crédito, distinto al *dinero crédito* (dinero-bancario) sigue manteniendo el vínculo entre ahorro e inversión; es un crédito interno del sistema de producción.

Por el contrario, el crédito postkeynesiano, el *dinero- crédito*, el *dinero-bancario*, no depende únicamente del excedente empresarial, del ahorro existente, sino también de la capacidad del sistema bancario para crear sustitutos del dinero, mediante nuevos instrumentos y servicios financieros (tarjetas de crédito, de servicio, inteligentes, etc.) que generan ganancias que no tienen referencia con la actividad productiva (por ejemplo, productos financieros derivados), una especie de *capital ficticio*.

Para alcanzar nuestro objetivo y demostrar estas hipótesis, hemos dividido el trabajo en seis capítulos, agrupados en tres apartados temáticos. En la primera parte, en el Capítulo I se realizó una breve revisión del pensamiento de los mercantilistas sobre el papel del dinero, y en el Capítulo II se analiza la controversia monetaria al interior de la escuela clásica. En la segunda parte, en el capítulo III revisamos las aportaciones de Wicksell, Thornton y Hawtrey sobre la tasa de interés, el dinero y el crédito; mientras que en el Capítulo IV se estudia el enfoque neoclásico, distinguiendo la visión keynesiana de la síntesis neoclásica y el enfoque monetarista, en particular se profundiza en la naturaleza neutral y el carácter exógeno del dinero. Por último, en la tercera parte se estudian, en el capítulo V, las principales tesis de Keynes sobre la preferencia por la liquidez, la determinación de la tasa de interés, la demanda de dinero y las expectativas futuras, y en el Capítulo VI se revisan las aportaciones desarrolladas por el enfoque postkeynesiano, en concreto sobre la naturaleza del dinero y el papel del sistema bancario y la inestabilidad de la demanda de dinero y el carácter endógeno de la oferta monetaria.

MONEDA, DINERO Y CRÉDITO
LA CONTROVERSIAS TEORICA MONETARIA
LA VIEJA Y LA NUEVA DISCUSIÓN

PRIMERA PARTE

LA TEORÍA MONETARIA CLÁSICA
ANTECEDENTES Y SÍNTESIS

CAPÍTULO I
CAPÍTULO II

“... However, the endogenous money approach did not suddenly appear with Post Keynesians during the past couple of decades. In fact, the origins of the endogenous money approach can be traced back at least 150 years”

(L.Randall Wray, 1990)

CAPÍTULO I

LA POLÉMICA ENTRE METALISTAS Y MERCANTILISTAS. COMERCIO PRECIOS, EXTERIOR Y METALES PRECIOSOS

Es aceptado por los historiadores que las operaciones bancarias se iniciaron en la Italia renacentista, y paulatinamente se fueron extendiendo hacia el norte de Europa a lo largo de los siglos XVI y XVIII. En su origen los bancos no tenían el poder de crear dinero. La función de los primeros bancos consistía en ser intermediarios entre el prestamista y el solicitante de dinero contante. Al reconocerse que una casa bancaria con suficiente prestigio podía pasar por alto la entrega de moneda, y en su lugar expedir sus propios instrumentos de endeudamiento (letras de cambio), surge una verdadera innovación bancaria. El hecho de que estos instrumentos fueran pagaderos al portador, y no sólo a un determinado individuo permitió que se usaran ampliamente como medio de pago.

1. Los Metalistas. Reglamentación del cambio monetario y la acumulación de metales preciosos

Durante el siglo XIX la naturaleza y características del dinero sufrieron cambios radicales, que prepararían el surgimiento de los modernos sistemas financieros cuyo centro serían los bancos, los mercados financieros, las bolsas de valores, las compañías aseguradoras, etc. Todo ello daría al dinero otras características y funciones totalmente diferentes a las que desempeñaba antes de que surgieran estas instituciones¹.

Retomando a Heckscher², el mercantilismo debe ser considerado como “una fase de la historia de la política económica”, que va desde finales del siglo XVI y hasta mediados del siglo XVII, que se caracteriza por un conjunto de medidas económicas encaminadas a conseguir la unificación política y el poderío nacional.

¹ Hicks, J. R. (1976), *Valor y capital*, Fondo de Cultura Económica, México, p. 192.

² Heckscher, E. F. (1975), *La época mercantilista*, Fondo de Cultura Económica, México, pp. 5-6.

En este sentido, destaca la formación de estados-nacionales, el sistema monetario y el proteccionismo económico. La intervención del Estado era una parte esencial de la doctrina mercantilista.

La distinción entre metalistas y mercantilistas³ ha fomentado la incompreensión entre estas dos doctrinas, a pesar de que en última instancia, ambas nacen y se nutren de las necesidades del capital manufacturero-comercial⁴. En algunos estudios se ha supuesto que el deseo de atesorar formaba parte de la visión rudimentaria de los primeros mercantilistas (metalistas), mientras que los mercantilistas posteriores (mercantilistas en sentido estricto) abandonaron el error de identificar la riqueza con el dinero, adoptando en su lugar el del excedente de exportación. Sin embargo, a la luz de las investigaciones recientes es evidente que el deseo de atesorar fue común a todos los mercantilistas por razones inherentes al papel central que jugaba el capital comercial en el proceso económico de la época. Aunque lo que distingue a los mercantilistas que se les ha denominado metalistas de todos los demás, es la diferencia acerca de los mecanismos para alcanzar lo que todos los mercantilistas deseaban, esto es, el enriquecimiento del país por la acumulación de tesoro.

Sobre este aspecto, debe señalarse que las primeras ideas habían surgido ya en los siglos XII-XIII, mismas que no tenían relación con el interés mercantilista; su

³ Algunos estudiosos han afirmado que ciertas teorías mercantilistas empiezan a aparecer en forma rudimentaria hacia finales del siglo XIV y principios del siglo XV. Otros, como Cannan, consideran que debe hacerse una distinción entre el *metalismo* (bullionism), que se desarrolló durante gran parte de la baja Edad Media, y el *mercantilismo* propiamente dicho, que no aparece sino hasta el siglo XVII, con la influencia creciente del capitalismo industrial incipiente; esto es, en su forma manufacturera-comercial, interesado en la expansión del comercio de exportación. Véase Cannan, E. (1946), *Repaso de la teoría económica*, Fondo de Cultura Económica, México, pp. 13-14.

⁴ Si bien Bodino fue capaz de formular explicaciones claras sobre los fenómenos económicos de su época, no obstante debe reconocerse que dichas teorías no fueron recogidas en un cuerpo doctrinario sistemático y coherente. Lo que ha hecho posible hablar de mercantilismo como un conjunto de explicaciones es la aparición, en diferentes países, de una serie de “ideas” que explicaron durante mucho tiempo, la conducta de los estadistas, o que les sirvieron a éstos de fundamento para explicar la actividad económica.

objetivo era más bien conservar el stock de metales preciosos de un país, en apego a la reglamentación del cambio monetario internacional. Es obvio que si los metales preciosos eran la representación por excelencia de la riqueza, era evidente la implementación de medidas que evitaran su exportación y fomentaran su importación. Esta reglamentación sobre la prohibición de exportar oro y plata data de los tiempos medievales, y persistió hasta el siglo XVIII, cuando se agudiza el debate mercantilista.

En el siglo XIV el comercio exterior de Inglaterra se había expandido lo suficiente como para hacer notoria la relación existente entre éste y la cantidad de metales preciosos. Situación que preocupaba a los comerciantes, y que llevó a que se estableciera en 1339 una ley que intentó obligar a los mercaderes de lana a traer determinada cantidad de plata por cada saco de lana que exportaban⁵. Pero estos intentos de regulación estaban muy lejos de ser la práctica real que prevalecía. El método común para conservar los metales preciosos era todavía el medieval de control directo. Las prohibiciones de exportar metales preciosos e importar artículos de lujo se completaron con la reinstalación del Cambista Real, al cual se sometían todas las operaciones cambiarias. A pesar de estas reglamentaciones y restricciones, no se logró detener por mucho tiempo la expansión del comercio exterior. Las actividades de los comerciantes pronto encontraron formas de evadir las reglamentaciones que controlaban las fluctuaciones en los precios, en los tipos de cambio y en los movimientos de oro y plata.

Es en este contexto en el cual se ubican las aportaciones de Nicolás Oresme, quien en su *Traictie des Première Invention des Monnoies*, escrita en 1360, expone una teoría del dinero que revela una visión de los problemas económicos

⁵ Al respecto, cabe señalar que fue Ricardo II, quien en respuesta a la escasez de dinero, incluyó en la Ley de Navegación de 1381 la prohibición de exportar oro y plata. En el mismo sentido, se orientó la opinión de los encargados de la Casa de la Moneda, que consideraban que: "...no [debía entrar al] reino mercancías extranjeras por un valor mayor que el de las mercancías nacionales que salgan de él". Citado por Roll, E. (1975), *Historia de las doctrinas económicas*, Fondo de Cultura Económica, México, p. 72. Razonamiento que posteriormente sería retomado por los mercantilistas en su defensa por mantener una balanza comercial favorable.

muy diferente a la de los pensadores eclesiásticos que dominaban en esa época. En esta obra se hace una exposición detallada del origen del dinero; si bien con influencias aristotélicas, pero con aportaciones valiosas sobre el uso del oro y la plata en un sistema monetario. Ello, lo conduce a una visión bimetalista, que señalaba la necesidad de que el valor comercial de esos dos metales determinará sus valores metálicos. Este razonamiento implicaba que el valor del dinero dependiera, en última instancia, del valor de la mercancía-moneda. Argumento que, por lo demás, estará presente en varias teorías monetarias posteriores⁶. Cabe señalar que es Oresme el primero en condenar el envilecimiento de la moneda. Si bien reconoce que la acuñación de moneda debe estar en manos del príncipe, también reconocía que éste no tenía derecho a corromper la riqueza de sus súbditos alterando la proporción, peso o materia de que está hecha su moneda.

A medida que se fue desarrollando el comercio, los preceptos canonistas que se desprendían de la concepción escolástica se fueron debilitando, hasta perder por completo el poder de regular la vida económica. Este proceso se aceleró con la Reforma, quedando claro que la Iglesia no podía impedir ya el desarrollo del capitalismo comercial. Con el derrumbe del derecho canónico se generaron cambios profundos en la relación entre el pensamiento teológico y el económico. Esto daría surgimiento al sistema analítico clásico de la economía política, cuyo periodo de transición abarca desde finales del siglo XV y hasta finales del XVIII. En este largo periodo de discusión y análisis económico, que constituye la economía política preclásica, se pueden distinguir dos etapas: la primera, que refleja el surgimiento del capitalismo comercial, conocida como mercantilismo; y la segunda, que se caracteriza por la expansión del capital industrial desde finales del siglo XVII y principios del XVIII, a ésta última etapa corresponden las aportaciones de los fundadores de la ciencia de la economía. En esta segunda etapa, la desaparición del mundo medieval fue definitiva para el desarrollo de la ciencia económica. Entre los factores que contribuyeron a ello se encuentran : la aparición

⁶ Roll, E. (1975), op. cit., p. 54.

de los estados nacionales, que impacientes por destruir la estructura productiva heredada de la sociedad feudal, así como el poder universal de la Iglesia, fomentó el mayor interés por la riqueza y la actividad económica ; el debilitamiento del poder teológico por parte de la Reforma, y la difusión de los conceptos del derecho natural tanto en la jurisprudencia como en el pensamiento político, con lo que se preparó el terreno para una concepción racional y científica sobre los problemas económicos y sociales. En este contexto, es evidente el papel central que jugó la imprenta al crear nuevas posibilidades de intercambio intelectual.

En este ambiente, las discusiones entre dinero y usura, ahora incluían otros aspectos económicos, como los problemas del comercio exterior; la necesidad de modificar su reglamentación; la defensa de las compañías de comercio externo, que se habían constituido por acciones, y cuyos dueños eran aristócratas y comerciantes, que después serían altos funcionarios públicos.

Como representantes del pensamiento de este largo periodo de transición de la doctrina canonista a la escuela mercantilista se encuentran Tomás Wilson, Carlos Molinaeus, Juan Bodino y Juan Hales. Los dos primeros se constituyeron en representantes de la última fase de la discusión sobre la usura; en tanto que los dos últimos se les conoce como precursores del pensamiento humanista.

Los escritos de Bodino y Hales aportaron ideas fundamentales para la posterior discusión sobre aspectos económicos. Bodino en su *Rèponse aux Paradoxes de Malestroit*, publicada en 1569, es el primero en explicar la evolución de los precios durante el siglo XVI. En sus argumentos atribuye el alza de los precios a cinco causas: *i)* la abundancia de oro y plata; *ii)* la práctica de los monopolistas; *iii)* la escasez causada por las exportaciones; *iv)* el dispendio del rey y de los grandes señores, y *v)* la adulteración de la moneda. De todos estos factores, según Bodino, la primera era la más importante, pues él afirmaba que: “la causa principal que eleva el precio de todas las cosas, en cualquier país que sea, es la

abundancia de lo que regula la estimación y el precio de aquéllos”⁷. Con este razonamiento, Bodino sienta las bases sobre las que se sustentarán las primeras versiones de una teoría cuantitativa de la moneda. De la misma forma, aborda aspectos fundamentales como la expansión del comercio exterior, en particular con los países sudamericanos, en los cuales abundaba el oro, permitiendo el flujo de grandes volúmenes de éste metal a Francia ; emprendió críticas severas en contra de los monopolios por propiciar el alza de los precios ; le preocupaba la escasez de artículos nacionales que provocaban los flujos de dinero de España y de otras naciones ; los efectos inflacionarios generados por el gasto en contraposición con el “atesoramiento”. En este sentido, Bodino consideraba que si el aumento de oro se atesoraba, el alza en los precios sería menor. Por último, al igual que a Oresme, a él le preocupan los efectos de la adulteración de la moneda por parte del príncipe. Retomando la explicación de éste, Bodino demostró que en la época, el alza de precios se explicaba en parte, por el envilecimiento de la moneda. Cabe señalar que en el ambiente de la época, que se caracterizaba por la opinión generalizada de imponer restricciones severas al comercio, Bodino sostenía que el comercio debía ser libre.

Si bien tanto Oresme como posteriormente, Bodino y Hales fueron capaces de formular explicaciones importantes sobre aspectos monetarios de la época; no obstante, éstas no fueron reunidas en un cuerpo analítico, quedando dichos avances aislados, mismos que sólo con el tiempo se fueron conociendo.

El crecimiento acelerado del comercio exterior destruyó las bases sobre las cuales se habían sustentado las alcabalas que fijaban los encargados de las aduanas. La letra de cambio se convirtió en el principal instrumento de liquidación, surgiendo con ella, una nueva clase de financieros especializados en transacciones internacionales. Este nuevo instrumento crediticio-financiero imposibilitó el cumplimiento de la reglamentación oficial. La desaparición del sistema de

⁷ Ibid., p. 62.

mercancías controladas hizo problemático el control del comercio, propiciando que las compañías comercializadoras privilegiadas presionaran para exportar metales preciosos, argumentando que ello era necesario para poder ejercer el comercio exterior. Ello, aunado a la expansión comercial del siglo XVI, con sus problemas de rivalidad entre las naciones en el campo comercial, y los movimientos de grandes volúmenes de metales preciosos, revivió la discusión en torno a la necesidad de reglamentar las exportaciones de metales preciosos y las crecientes operaciones de cambio con el exterior⁸.

Entre los pensadores más destacados de la corriente metalista se encuentran Gerald Malynes, quien consideraba que era la moneda extranjera el principal problema económico de Inglaterra, lo que lo llevó a admitir la necesidad de la circulación internacional de los metales preciosos. Malynes sostenía que en la medida en que el comercio se sustentaba en el interés personal de los comerciantes, los gobiernos deberían reglamentarlo para asegurar el bienestar general. Para él, el dinero se había inventado como un medio de cambio y como una medida común; sin embargo, consideraba que a medida que la letra de cambio se había convertido en el instrumento fundamental de las transacciones internacionales, aquélla función del dinero había sido corrompida por las “*artimañas de los financieros*”; esto es, el desarrollo de los “*cambios ilegítimos*” había destruido la verdadera paridad de las monedas extranjeras⁹. Por ello, él decía que si los tipos de cambio eran estables, no habría movimiento de metales, pero si los tipos de cambio se inclinaban a favor de un país, los metales preciosos no saldrían de éste; en cambio, si el tipo de cambio era inferior a la paridad, huirían al extranjero¹⁰.

⁸ Cabe mencionar que en estas discusiones se señalaba como metalistas a quienes proponían la restauración de las antiguas prohibiciones sobre las exportaciones, el restablecimiento del cargo del Cambista Real y una reglamentación creciente de las operaciones externas con metales preciosos .

⁹ Esta paridad corresponde a lo que hoy denominamos paridad monetaria, que hace referencia a la relación de los valores de dos monedas basadas en su contenido metálico. Según Malynes, los cambios que se hacían con base en esa proporción eran los únicos correctos. Si la proporción variaba, el cambio implicaba una injusticia para una de las partes.

¹⁰ Malynes, G. Citado en Roll, E. (1975), op. cit., p. 74.

Esta explicación de Malynes sobre el tipo de cambio de equilibrio era una explicación muy generalizada en esa época, pues lo que estaba detrás de dicha argumentación era el problema de la usura, que para Malynes sólo era un síntoma de un problema más complejo, como lo era el de las transacciones cambiarias de los financieros particulares, que en la mayoría de ocasiones eran usureras y elevaban los tipos de interés, lo que reducía el valor de los metales preciosos en el país. De ahí que, Malynes sostuviera que todas las transacciones cambiarias deberían realizarse a través del Cambista Real¹¹.

2. Los mercantilistas. Capital comercial, balanza de pagos y precios

Estos argumentos fueron atacados por otros pensadores como E. Misselden y T. Mun, quienes además, formularon ideas más avanzadas, que dieron inicio al pensamiento mercantilista. Al atacar la crítica de Malynes sobre el comportamiento de los financieros de la época, éstos primeros monetaristas se apoyaron en los argumentos vertidos con anterioridad por algunos metalistas¹², aunque en su momento dichas opiniones tenían el propósito de frenar la expansión del comercio exterior. En efecto, Misselden y Mun retomaron los argumentos de los metalistas para explicar los movimientos de los metales. A pesar de que su argumentación se contradecía con las opiniones de Malynes, no negaron que existiera una relación entre el volumen de metales y los tipos monetarios de cambio. Pero avanzaron en esta explicación al hacer depender de la balanza del comercio de mercancías tanto los movimientos de los metales como las fluctuaciones del tipo de cambio monetario.

¹¹ Ibid., p. 75.

¹² Al respecto, Hales afirmaba: “Siempre debemos cuidarnos de no comprar a los extranjeros más de lo que les vendemos, pues de lo contrario nos empobreceríamos nosotros y les enriqueceríamos a ellos”. W. Cecil por su parte argumentaba: “nada daña más al reino de Inglaterra que cuando entra en él mayor cantidad de mercancías de las que salen”. Por último, en 1616, cuando todavía el gobierno inglés se afanaba en la implementación de medidas monetarias, Bacon decía que, “esperaba se cuidaría de que las exportaciones excediesen en valor a las importaciones, pues entonces el saldo debería entregarse necesariamente en moneda o en metal”. Citado por Roll, E. (1975), op. cit., pp.75-76.

Con estas aportaciones, en particular las de Thomas Mun, se considera que se inicia la corriente de pensamiento mercantilista, entendido éste como la continuación y superación de algunas de las tesis de los pensadores metalistas. En *Englands' Treasure by Foreign Trade*¹³, escrito por Mun en 1630, y publicado postmortum en 1664, se encuentran las ideas mercantilistas más avanzadas y predominantes de la época, mismas que giraban en torno a la importancia de las funciones del capital comercial y el papel de los comerciantes¹⁴. En este análisis Mun retoma el concepto de balanza comercial de Misselden, e incorpora el concepto de “capital” como stock, lo que le permite diferenciar al dinero del capital, pues él decía que existía una porción de riqueza que generalmente tomaba la forma de dinero que debía emplearse como “capital” ; esto es, de forma que rinda un excedente. Sin embargo, a pesar de estos avances, algunas ideas siguen siendo confusas; este es el caso de la teoría del dinero, donde Mun no logra superar a los primeros mercantilistas (metalistas), aunque vislumbre algunos principios de una incipiente teoría cuantitativa de la moneda. Asimismo, no logra deducir de ella una teoría de los precios internacionales.

Si bien es cierto que algunos mercantilistas moderados no identificaron el dinero con el capital e incluso hicieron ver el carácter puramente convencional del dinero; no obstante también es cierto que, en general, las teorías mercantilistas mantuvieron la ilusión de que el dinero es de una u otra forma riqueza. En general, podemos decir que para los mercantilistas el oro era la esencia de la riqueza. Por ello, era necesaria la regulación del comercio exterior para generar una entrada de metales preciosos; en la promoción de la industria era fundamental la introducción de importaciones de materias primas baratas, además de la existencia de

¹³ Las referencias de esta obra fueron tomadas de Thomas Mun, *La Riqueza de Inglaterra por el Comercio Exterior*, editado por Fondo de Cultura Económica, México, 1945.

¹⁴ Como parte de esta corriente se encuentran también J. Hales y E. Misselden (1608-1654). Este último contribuyó con dos publicaciones importantes a la guerra de folletos que se suscitó durante todo el siglo XVII y parte del XVIII, dichas publicaciones fueron “*Free Trade, or The Meanes to Make Trade Flourish*” (1662) y “*The Circle of Commerce*”(1663), éste último importante por el hecho de ser la primera publicación donde aparece el termino “balanza comercia”. Como a muchos de los mercantilistas, a Misselden lo impulsa a teorizar el deseo e interés de proporcionar una explicación que justificara los intereses que él representaba como socio de la Compañía de los Mercaderes Aventureros. Parece ser que Francis Bacon había usado el término de balanza comercial con anterioridad, pero no aparece impresa hasta mucho tiempo después.

aranceles protectores a las importaciones de bienes manufacturados; el estímulo a las exportaciones de bienes terminados, para mantener una balanza superavitaria; y su insistencia en el crecimiento demográfico, que mantuviera bajos los salarios¹⁵. Desde luego que, el punto central de la doctrina mercantilista lo constituye el principio de mantener una balanza comercial favorable porque se consideraba que de ello dependía la prosperidad nacional, pues de ésta dependía el saldo anual del ingreso sobre el consumo¹⁶.

Finalmente, como mercantilista, a Mun le preocupa la falta de metálico, lo que lo lleva a proponer una apreciación unilateral de la relación entre el nivel de precios de los diferentes países y sus respectivos comercios. Consideraba que si Inglaterra tenía poco dinero los precios bajaban; y que en el comercio con un país rico en dinero, Inglaterra tendría que vender barato y comprar caro, con lo cual su ganancia bajaría y se vería obligada a reducir aún más su existencia de metálico. Como se observa, en este razonamiento Mun se da cuenta que los precios altos originados por la abundancia de dinero, pueden tener un efecto negativo en la balanza comercial.

Esta concepción, aunada al interés de Mun por defender el comercio con las Indias Orientales, lo llevan a afirmar que el retener metálico en el país en vez de usarlo en el comercio exterior era perjudicial. Al respecto decía:

“todo mundo está conforme en que la abundancia de dinero en un reino hace los artículos domésticos más caros, cosa esta que va en provecho de las rentas de algunos particulares y directamente en contra del beneficio del público en la cantidad del comercio, pues como la abundancia de dinero hace los artículos

¹⁵ Cabe señalar que W. Petty al tratar de estimar el valor de la propiedad existente en Inglaterra a finales del siglo XVIII, concluyó que la cantidad de dinero constituía menos del 30 por ciento de la propiedad total. De ahí que en su libro *Taxes and Contributions* (1662), se opusiera a la acumulación indefinida de metales preciosos, argumentando que “se requiere cierta medida y cierta proporción para conducir el comercio de una nación, de modo que tal comercio se perjudicará si tal medida y tal proporción son excesivas o insuficientes”. Citado por Blaug, Mark (1985), *Teoría económica en retrospectiva*, Fondo de Cultura Económica, p. 36. Lo cual no impidió que algunos autores posteriores hicieran de la cantidad de dinero la medida de la riqueza nacional e incluso, aconsejaran una balanza comercial permanentemente superavitaria.

¹⁶ Cabe recordar que este fue el centro de las críticas al mercantilismo por parte de Adam Smith. Al respecto, según A. Smith, algunos de los autores mercantilistas más moderados en materia de comercio, y citaba a Thomas Mun y John Locke, consideraban que la riqueza de su país no consistía sólo de oro y plata, sino que la formaban también sus tierras, viviendas y bienes de consumo de toda clase. Sin embargo, dice Smith, dichas precisiones, a lo largo de sus análisis se olvidan, persistiendo como elemento central de su razonamiento la idea de que la riqueza consiste en oro y plata. Ver Blaug, M. (1985), op. cit., p. 36.

más caros, así los artículos más caros disminuyen en uso y consumo... Aunque ésta es una lección muy difícil para que la entiendan algunos grandes terrateniente, sin embargo, estoy seguro de que es una lección verídica que debe ser observada por todo el país, a menos que cuando hayamos logrado alguna acumulación de dinero por el comercio, lo perdamos de nuevo por no traficar con nuestro dinero”¹⁷

De esto, se desprende que para Mun, al igual que para los mercantilistas, una variación en la cantidad de dinero (M) afectaba primero al volumen del comercio (T), antes que a los precios (P). En efecto, la teoría cuantitativa de los siglos XVII y XVIII, partía del principio mercantilista de que el “dinero estimulaba el comercio”, pues se consideraba que un aumento en la oferta de dinero inducía un aumento en la demanda del mismo. De tal forma que, el volumen del comercio, y no los precios, se veían directamente afectados por una entrada de metales preciosos.

Esta fue la paradoja a la que arribó el pensamiento mercantilista. Serán los economistas clásicos de principios del siglo XVIII, los encargados de iniciar un estudio más sistemático de la relación entre precios, existencia de metálico, tipos de cambio y la balanza comercial en una visión de conjunto del comercio internacional.

3. Los precursores de la teoría monetaria clásica.

En la primera mitad del siglo XVII, el pensamiento económico se desarrolló rápidamente en Inglaterra, generando numerosas aportaciones en torno a la libertad de comercio, los efectos de los volúmenes de metales preciosos sobre los precios, y sus repercusiones en la balanza comercial. Por la importancia y sistematización de sus aportaciones se ubica en éste periodo a John Locke, Dudley North, John Law, James Steuart, Cantillon y David Hume.

John Locke y Dudley North

Como antecesores de los clásicos, pero inmersos en la filosofía libre-cambista, el análisis de estos estudiosos se centró en la relación entre oferta monetaria y

¹⁷ Roll, E. (1975), op. cit., p. 83.

precios, así como en las repercusiones de dicha relación sobre la balanza comercial. A Locke y North se les considera continuadores de Petty, sin embargo sus opiniones en torno al comercio exterior difieren radicalmente. Locke, con mayor influencia mercantilista, sostenía que un país se enriquecía si exportaba más de lo que importaba; en cambio, North defendió a ultranza el libre comercio, emprendiendo un ataque devastador sobre el proteccionismo¹⁸.

Si bien Locke consideraba a la renta como el único excedente; no obstante, investigó por qué el dinero, a pesar de su naturaleza estéril, podría tener el mismo carácter productivo que la tierra, la cual sí producía algo útil. Llegó a la conclusión de que, la distribución desigual del dinero, permitía a quienes lo poseían prestarlo a quienes pudieran pagar un interés. En este sentido, North avanzó más, pues tenían una idea clara del capital, al que se refería como *stock*. Él consideraba que el préstamo de acervos de capital (*stock-in trade*), que hacían quienes carecían de habilidades para usarlo, debían recibir en contraparte una tasa de interés, que no era otra cosa que una renta en dinero, análoga a la renta de la tierra. Asimismo, consideraba que nadie podía enriquecerse conservando dinero; los únicos que podían aumentar su riqueza eran aquellos que constantemente lo prestaban, o lo utilizaban en el comercio. Es decir, a nadie le interesa conservar su dinero, todos quieren disponer de él, de tal manera que les rinda una ganancia. Con este razonamiento North negaba toda influencia mercantilista.

Para Locke, el dinero poseía un valor puramente imaginario, otorgado por el consenso común; sin embargo, le atribuyó un “doble valor”. Uno nacía de la facultad del dinero para producir un ingreso anual, semejante al de la renta de la tierra, el otro, es el mismo que el de los demás “bienes necesarios o útiles para la vida”, que mediante el dinero se puede obtener, a través del intercambio. Con este razonamiento Locke incurre en el error mercantilista de identificar dinero y capital; error que no es cometido por North, quien habla de capital como “*acervos*”.

¹⁸ Fue North quien por primera vez, expresa la opinión de que la totalidad del mundo formaba una unidad económica semejante a una nación. Véase Roll, E. (1975), op. cit., p. 114

A pesar de esto, la importancia que Locke dio al dinero como medio de cambio, le permitió avanzar en una incipiente teoría cuantitativa del dinero, misma que ya había sido esbozada con anterioridad, a partir del problema del envejecimiento de la moneda. En efecto, Locke afirmaba que, los precios estaban determinados por la cantidad de dinero en circulación. Este razonamiento se basaba en la opinión de que la oferta y la demanda determinaban los precios. Con esta afirmación Locke echaba por tierra la opinión mercantilista de que una tasa de interés baja aumentaría los precios. En este sentido, Locke decía que, la “venta” de una cosa dependía de su necesidad o utilidad; sin embargo, aseguraba que, la cantidad vendida en un momento dado, estaba determinada por la “parte de efectivo en circulación que la nación destinará a la compra” de dicha cosa. Decía que, en el caso del dinero, su venta era siempre segura; por lo tanto, “su sola cantidad es suficiente para regular y determinar su valor, sin necesidad de tomar en consideración ninguna proporción entre su cantidad y su venta, como en el caso de las demás mercancías”¹⁹.

Estas citas muestran que para Locke, a pesar de algunas contradicciones ocasionales, los cambios en la cantidad de dinero afectaban a los precios. Así, su “teoría” cuantitativa del dinero postulaba simplemente que el nivel de los precios estaba siempre en proporción a la cantidad de dinero, en el entendido de que la cantidad de dinero incluía “la rapidez de su circulación”. De la misma forma, la proporción de dinero dependería del volumen del comercio. Si bien esta argumentación es más una tautología que una teoría; no obstante, representó un avance, pues subrayó la función del dinero como un medio de cambio, al comparar dos flujos, la cantidad total de dinero en circulación en un determinado periodo de tiempo, con el volumen total de los bienes comerciados durante el mismo periodo. Demostrando así, que la cantidad absoluta de circulante no tiene importancia para la riqueza de una nación.

¹⁹ Ibid., p. 117.

La necesidad que Locke tenía de conciliar su teoría cuantitativa con su deseo mercantilista de lograr un excedente de explotación que trajera “*tesoro*” al país, lo llevó a un razonamiento contradictorio al abordar el problema de los precios internacionales. Al respecto, aseguraba que cualquier cantidad de dinero bastaba para que un país pudiera realizar su comercio; aunque hacía hincapié en que era deseable que Inglaterra tuviera más dinero que sus rivales comerciales. El mecanismo, según él, era el siguiente: dado que los países comerciaban entre sí, las cantidades de dinero que necesitaban ya no eran indiferentes; por ello, los precios de todas las mercancías expresadas en metales preciosos, debían ser los mismos en todos los países. No obstante, aceptaba que si un país tuviese menos dinero que otros, sus precios serían más bajos, viéndose obligado a vender barato y comprar caro, situación que temían los mercantilistas²⁰.

En cuanto a la tasa de interés, Locke fue claro al afirmar que ésta era una consecuencia, y no una causa de la cantidad del dinero en circulación. En el mismo sentido, North expresa esta opinión con mayor claridad, al asegurar que la tasa de interés caería si hubiera menos prestamistas que prestatarios. Aseguraba que, una tasa baja de interés no ayuda al comercio; por el contrario, un crecimiento del comercio aumentaría el volumen de dinero (*acervo, stock*), lo que haría descender la tasa de interés. Asimismo, North adoptó la opinión de Mun sobre la distribución de los metales preciosos a través del comercio internacional; aseguraba que cualquiera que fuese la cantidad de dinero traído del exterior o extraído de las minas del país, todo el que excediese de las necesidades del comercio, no era sino una mercancía más, que debía ser tratada como tal. Esta última afirmación, muestra la ruptura total de North con los principios mercantilistas.

²⁰ Cabe recordar que Locke, aunque con un razonamiento diferente, llegó a una opinión muy semejante a la de Malynes, misma que ya había sido abandonada por Mun.

John Law

John Law por su parte, compartió la idea mercantilista de que el dinero poseía una fuerza activa, y que era recomendable una buena cantidad de éste para estimular el comercio y generar empleos. De la misma forma, criticaba las opiniones que favorecían una posesión excedentaria de las exportaciones, mediante las prohibiciones de las importaciones, para obtener una mayor cantidad de dinero; por el contrario, sugirió la emisión de papel moneda²¹. Él suponía que la cantidad de metales preciosos o papel moneda adicionales serían tomados por los prestatarios debido a la abundancia de oportunidades de beneficios, mientras que los pagos de ingresos a quienes antes estaban desempleados generarían la demanda de nuevos consumidores. Dado que, por su abundancia el dinero es más barato, las ventas y los beneficios aumentarán sin que aumenten los precios; e incluso, Law consideraba que los precios podrían bajar. Este razonamiento suponía una oferta de bienes muy elástica; de tal forma que un pequeño incremento en los precios generaría grandes cantidades de bienes ofrecidos.

Esta argumentación llevó a Law a sostener que era necesario un aumento gradual de la oferta monetaria para no distorsionar el nivel de los salarios y precios establecido por la distribución internacional de metales preciosos existentes en un momento dado. En este contexto, la idea de Law de que “el dinero estimulaba el comercio”, pareciera que se aplica más a los “periodos de transición”, pues sugiere un estado de desequilibrio permanente, provocado por la entrada continua de metales preciosos, que generará una inflación reptante, que conduciría a un crecimiento en la actividad económica y en el empleo.

²¹ Law, como todo mercantilista, deseaba que el estado tuviera un acervo de tesoro, y sugería que los billetes que éste emitiera, ocuparan el lugar del dinero metálico en las transacciones de los individuos, con lo cual el dinero metálico se acumularía en la tesorería del Estado. Debe señalarse que la puesta en práctica de ésta recomendación de Law, tuvo resultados desastrosos, pues la inflación que trajo esta política fue una de las más graves, lo que llevo a la ruina a empresarios manufactureros y a especuladores, y las únicas que se libraron de la depresión pos-inflacionaria fueron las propiedades de los terrateniente.

En su *“Money and Trade Considered”* (1705), Law deja ver una concepción subjetiva del valor, en particular sobre el valor del dinero, pues rechazaba la afirmación de que el dinero tuviera un valor imaginario. Al respecto, sostenía que las cosas tenían un valor dependiendo del uso que se les diera; decía, que lo mismo sucedía con la mercancía dinero, incluso en sus usos monetarios. Según él, el servicio que prestaba como dinero no era diferente del de sus otros servicios, ni de los servicios de cualquier otra mercancía²².

David Hume

En cuanto a David Hume, podemos decir que, en general, aceptó las opiniones de Locke²³, en el sentido de que el valor del dinero era ficticio, representaba mercancías; su valor se determinaba en el proceso de cambio, por la relación entre su cantidad y la cantidad de bienes por los cuales se habría de cambiar. De aquí, Hume deducía que los cambios en el volumen del dinero en circulación afectarían a los precios de las mercancías.

Hume consideraba, al igual que Locke, que los aumentos en la producción de metales preciosos en las minas descubiertas en América del Norte, provocaban grandes cambios en los precios; pero no distinguió entre los cambios en el valor de la mercancía dinero y las variaciones en las relaciones de cambio entre el dinero y las mercancías, provocadas por un aumento en el volumen del dinero en circulación. Su concepción sobre el dinero, lo condujo a afirmar que el precio de las mercancías sería siempre proporcional a la cantidad de dinero; por tanto, la cantidad absoluta de éste no importaba. Sin embargo, Hume consideraba que los cambios en la cantidad de dinero eran importantes, pues podían modificar las

²² Según Blaug, con estas afirmaciones, Law se constituye en el precursor de la escuela austríaca.

²³ Cabe señalar que Hume, al igual que otros pensadores mercantilistas de éste periodo de transición, presentaban contradicciones entre su obra escrita y su discurso. La excepción no fue Hume, quien en algunas ocasiones alabó a los comerciantes, al considerarlos como una de las “razas más útiles de hombres” y como “fuerza motriz de la producción”. Asimismo, en ocasiones alabó el uso del dinero para estimular el comercio, y opinó a favor de la acumulación de metales preciosos, de tesoro. Opiniones, que como vimos, contrastan con las ideas avanzadas de Petty, North y Locke.

costumbres de los individuos; no obstante, decía que los precios podían no cambiar si los cambios en la cantidad de dinero fuesen acompañados por cambios en las costumbres que afectan el volumen del comercio y la demanda de dinero. Pero al mismo tiempo, Hume afirmaba que, si los precios subían, debido a un aumento del dinero en circulación, los efectos serían beneficiosos porque se estimularía a la industria.

De esta forma, Hume introduce una noción de la relación causal entre M y P. Esto es así porque él suponía que el volumen total del comercio (T) y la velocidad de circulación del dinero (V) son insensibles a los cambios monetarios, y en consecuencia, M y P variarían proporcionalmente. Es obvio que esta afirmación sigue siendo una tautología, ya que se basa en el supuesto de que el dinero es sólo un patrón de valor y un medio de cambio. En cuanto se considere la demanda de dinero para conservarlo como almacén de valor, punto central de la discusión de la teoría monetaria, M y P ya no variarán necesariamente, en la misma proporción.

Esta “teoría” cuantitativa del dinero, que definía una relación rígida entre M y P, fue aceptada durante todo el siglo XVIII, debido a su obiedad con respecto a la realidad. Respecto a esto último, fue contundente la recurrencia a poner como ejemplo la “revolución de los precios” del siglo XVI, que se tomó como una evidencia empírica aplastante de la relación causal entre las variaciones de M y P.

Del razonamiento que Hume siguió en torno a la relación existente entre un aumento en la cantidad de dinero y sus efectos en los precios, dedujo afirmaciones muy importantes. Él consideraba que, los aumentos en la cantidad de dinero eran beneficiosos porque aparecían hasta un tiempo después; esto es, “La cantidad creciente de oro y plata es favorable a la industria únicamente en el intervalo o situación intermedia entre la adquisición del dinero y el alza de los precios”, “Los precios de los diferentes bienes van siendo afectados sucesivamente, y el aumento del dinero “acelerará” la diligencia de cada individuo

antes de que aumente el precio del trabajo²⁴. Con esto, Hume estaba aceptando que la inflación reptante podía promover el crecimiento económico.

En cuanto a la tasa de interés, en su ensayo *Of interest*²⁵, Hume deja ver la idea de que, una baja tasa de interés era el instrumento para fomentar el comercio de un país. Sin embargo, posteriormente, retomando a Petty, a North y a Locke, afirma que una tasa de interés baja no era una causa, sino un efecto ; en consecuencia, se opone a que el gobierno reglamente dicha tasa. No obstante estos avances, Hume no explicó el mecanismo a través del cual se introduce el dinero al mercado; de tal manera que su análisis de la relación entre el dinero y el gasto quedó incompleto. Además, Hume afirmaba que la cantidad de dinero no afectaba a la tasa de interés, ya que ésta dependía de la oferta y la demanda de capital, y en esa medida, se encontraba determinada por la tasa de ganancia. En ese sentido, si bien reconocía que la abundancia de capital generalmente se acompañaba de un incremento en el dinero; no aceptaba que un incremento en la cantidad de dinero fuera la determinante directa de la baja en la tasa de interés. Por el contrario, sostenía que incrementos en el volumen del comercio propiciaban una tasa de ganancia baja y abundante capital, siendo ésta situación la que induce una baja en la tasa de interés.

A pesar de lo incompleto de su análisis, debe reconocerse que fue Hume quien señaló que la velocidad de circulación del dinero no es constante, y que era probable que las variaciones en la cantidad de dinero no afectaran los precios, si aquéllos iban acompañados de cambios en los hábitos de los individuos que hicieran variar la demanda de dinero. Asimismo, él fue el primero en reconocer que un aumento en la oferta monetaria sería benéfico para la industria, siempre y cuando fuera acompañado de un incremento en el volumen del comercio. En el

²⁴ E. Roll considera que con este razonamiento Hume estaba descubriendo lo que posteriormente, Keynes denominó como una *inflación de utilidades*, que se realiza a expensas de la mano de obra. Ver Roll, E. (1975), op. cit., p. 122

²⁵ Este ensayo económico al igual que *Of Commerce* y *Of the Balance of Trade*, fueron incluidos por Hume en su *Political Discourses*, publicada en 1752.

mismo sentido, señaló que un aumento en la cantidad de dinero produciría efectos positivos sobre la industria en el periodo intermedio; es decir, antes de que los precios subieran. Como vemos, Hume no logra desprenderse del todo del dilema mercantilista, de que el “*dinero acelera el comercio al aumentar la velocidad del circulante*”, a pesar de lo avanzado de sus ideas.

Cantillon

Todo parece indicar que es Cantillon²⁶ el primer teórico del siglo XVIII que deja en claro que, el efecto de un aumento en V , equivale a un aumento de M solamente. Además, priorizó el análisis monetario al demostrar que el efecto de un aumento de la cantidad de dinero sobre los precios y los ingresos, depende de la forma como se introduzca dicha cantidad en la economía. En este sentido, él reconoce que es un gran acierto de Locke el afirmar que el dinero encarece todo; sin embargo, Cantillon señala que Locke no explica cuál es el mecanismo a través del cual se da esto. En consecuencia, para Cantillon el problema consistía en saber cómo y en qué proporción, un aumento del dinero eleva los precios. Al respecto, Cantillon consideraba que un aumento en la producción de las minas de oro nacionales afectaba primero los ingresos de esa industria, después el gasto en bienes de consumo, lo que producía una elevación en los precios de los alimentos. Esto provocaba un incremento en las ganancias de los agricultores y una disminución en los salarios reales; lo que a su vez, alimentaba una presión al alza sobre los salarios monetarios, los gastos y los precios. En este sentido, Cantillon señalaba el hecho de que P aumentará en proporción a M y T , cuando M aumenta. Además, subraya que no sólo se elevará el nivel de los precios sino también se modificará la estructura de los precios, dependiendo de quiénes sean

²⁶ Tanto Eric Roll como Mark Blaug consideran que Cantillon, en su obra *Essay sur la nature du commerce en gènèral*, publicado en 1755, pero probablemente escrita en 1720, realiza una descripción más sistemática de los efectos de un aumento del circulante, lo que ubica a su análisis en un nivel superior al realizado por Hume.

los beneficiarios iniciales del incremento del dinero; y por tanto, de su demanda relativa de bienes²⁷.

Por otro lado, Cantillon cuestiona la afirmación de Law respecto a que “el dinero estimula el comercio”. Según Cantillon, esto sucedería siempre y cuando el aumento de los metales preciosos se debiera a un excedente de exportación, no así cuando dicho aumento se deba a un aumento en la producción de las minas de oro nacionales. En este último caso, según él, es muy probable que los precios aumenten sin estimular el crecimiento de la producción. Cabe señalar que, a pesar de estos avances en el razonamiento de Cantillon, él afirma, al igual que los demás mercantilistas, que el poder y la riqueza de un Estado consiste en la mayor o menor abundancia de dinero que circule en él, y por tanto, que el Estado que tenga más dinero en circulación, en comparación con otros, tiene una ventaja sobre ellos mientras mantengan esta abundancia de dinero. No obstante este razonamiento, Cantillon no propuso que se dejara al proceso inflacionario seguir su curso natural si la demanda resultaba ser elástica. En este sentido, por el contrario recomendó, siguiendo a Petty, que se impidiera la circulación de los metales importados mediante el préstamo de éstos al exterior, o fundiéndolos en forma de placas y adornos. Como se observa, para Cantillon no existían razones prácticas o teóricas, para que un país continuara importando metales preciosos indefinidamente.

Si bien Cantillon no considera que una disminución en el nivel de precios de los países que pierden metales preciosos moverá la balanza comercial a su favor; no obstante debe señalarse que teóricamente es correcta la afirmación que él hace respecto a que, un aumento de los precios internos producirá una balanza comercial favorable si la demanda de importaciones en el interior y de

exportaciones en el exterior de un país, tienen una elasticidad menor que uno²⁸.

²⁷ Este señalamiento que Cantillon hace sobre el efecto diferenciado de un incremento en el circulante, fue

James Steuart

El último de los precursores del pensamiento clásico fue James Steuart. Si bien es el más prolífero de los teóricos inmediatos a Adam Smith, sus aportaciones no agregaron mucho al cuerpo doctrinario existente hasta ese momento. En algunos temas sus análisis se ven fuertemente influenciados por la filosofía mercantilista, aunque debe reconocerse que en otros, como en la teoría del dinero, supera a Hume.

En efecto la influencia del pensamiento mercantilista se encuentra presente en Steuart cuando analiza el origen de la utilidad y la ganancia, esto es, del excedente. Según él, la utilidad nace del cambio; al vender una mercancía por encima de lo que vale, aunque admitía que esa utilidad no creaba riqueza. Ello, lo llevo a distinguir entre ganancia positiva y ganancia relativa. Ésta última, sólo representaba “una vibración del equilibrio de la riqueza entre las partes”, que no agregaba nada al acervo existente. En tanto que la ganancia positiva no genera pérdidas a nadie, pues surgía de un aumento general del trabajo, la industria y la habilidad. Este tipo de ganancia acrecentaba el bien público.

Esta afirmación condujo a Steuart a distinguir entre el valor real de las mercancías y la ganancia que se obtiene al venderlas. El valor real estaba determinado por tres factores: la cantidad que de él podía producir un trabajador, en promedio, en un determinado tiempo; “el valor de las subsistencias y gastos necesarios del trabajador, tanto para satisfacer sus necesidades personales como para proveerle de los instrumentos correspondientes a su profesión”; y “el valor de los materiales,

retomado casi en su totalidad por Hume en su ensayo *On Money*.

²⁸ En este punto es importante señalar que Hume veinticinco años después que Cantillon (si es verídico que Cantillon escribió en 1720 su obra *Essay sur la nature du commerce en gènèral*), al tratar la demanda como relativamente elástica, construyó un argumento sobre el flujo de los metales preciosos, que terminó por debilitar el principio mercantilista de que “el dinero acelera el comercio”, al acelerar la velocidad de circulación de los bienes.

o sea de la materias primas que emplea el trabajador”²⁹. Según Steuart, todo lo que excede de la suma de estos tres componentes es ganancia para el manufacturero, la cual depende de las variaciones en la oferta y la demanda.

En este punto es importante distinguir dos aspectos presentes en el análisis de Steuart: uno, concibe al cambio (compra-venta) como el origen de la ganancia del manufacturero, predominando en su razonamiento la concepción mercantilista del excedente; dos, plantea una teoría de la oferta y la demanda, que supera en mucho a la mercantilista, e incluso considerada avanzada para su época. El razonamiento que sigue Steuart para explicar la oferta y la demanda es el siguiente. Los precios están en equilibrio cuando la demanda y el trabajo son iguales. Si el equilibrio se rompe, los precios variarán. Algunos de los factores que puede ocasionar discrepancias entre la oferta y la demanda son el poder adquisitivo de los compradores y el grado de competencia. Según Steuart, existe el mecanismo de la “doble competencia, el cual se activa cuando el trabajo y la demanda no coinciden. Si la demanda fuera menor que la oferta, la competencia entre los vendedores reducirá el precio, destruyendo las ganancias e incluso, ocasionará pérdidas. Si la demanda excede a la oferta, la competencia entre los compradores aumentará los precios y las ganancias. En el caso de los comerciantes que realizan un comercio regular (sin desequilibrios entre su oferta y demanda), este mecanismo permite hacer efectivo el valor real de las mercancías, y sólo ocurrirán variaciones en las ganancias. Pero, según Steuart, debe evitarse que el equilibrio se vea afectado por cambios fuertes. Por ello, él consideraba necesaria la participación del Estado.

En *Principles of Political Economy*, publicado en 1767, en lo relativo a la teoría monetaria y al comportamiento de la balanza de pagos, Steuart vuelve a los principios mercantilistas; sin embargo, en aspectos relativos a la teoría del dinero, supera a Hume. En particular, evitó la yuxtaposición en que incurren tanto Locke como Hume, al relacionar el volumen de mercancías y la cantidad de dinero en

²⁹ Esta teoría deja ver que Steuart consideraba la armonía entre los precios de mercado y el valor intrínseco de

circulación. Por el contrario, adoptó la opinión que ya había sido presentada por Petty, de que la circulación de dinero en un país debe ser suficiente para pagar las deudas y comprar los bienes necesarios. En consecuencia, decía, la situación del comercio y de la industria, así como las costumbres de las personas determinarán la demanda de dinero, la cual a su vez, determinará el nivel de circulante. En este sentido, y siguiendo a North, Steuart recomendaba que el metal que excediera del necesario para fines monetarios, fuera atesorado o destinado a uso suntuario. Pero si la cantidad de oro y plata fuera insuficiente para sostener la circulación de bienes de un país, la diferencia fuera cubierta con *moneda simbólica*. Por tanto, según él, cualquiera que fuera la cantidad de dinero que hubiera en un país, en relación con el resto del mundo, “nunca habrá en circulación sino sólo la cantidad aproximadamente proporcional al consumo de ricos y al trabajo y laboriosidad de los habitante pobres”³⁰.

A lo largo de este apartado mostramos que la teoría monetaria del siglo XVIII se basó en un análisis rudimentario, apartado del proceso económico dinámico que implicaba una visión macroeconómica, dado el desarrollo de la manufactura y del comercio exterior, cuya explicación exigía la incorporación de elementos no sólo monetarios sino también macroeconómicos que dieran cuenta de la actividad económica en su conjunto.

Al demostrar que un aumento en la oferta de dinero genera un poder de compra adicional, que estimula la producción y el empleo, los inflacionistas del siglo XVIII proporcionaron la justificación teórica que les permitió sustentar la afirmación de que: *un aumento en la posesión de oro y plata es la vía para adquirir riqueza y poder*. Afirmación que se había transmitido por más de doscientos años, sin ninguna explicación sistemática.

las mercancías, como lo concebía Cantillon.

³⁰ Roll, E. (1975), op. cit., p.129.

El surgimiento gradual e incipiente del análisis macroeconómico hacia mediados del siglo XVIII, y su victoria sobre el análisis monetario de los primeros mercantilistas, quedó de manifiesto con el desarrollo de la teoría del interés que realizan Hume y Cantillon.

A lo largo de este capítulo mostramos que, a pesar de las importantes aportaciones analíticas que los mercantilistas hicieron, la teoría monetaria del siglo XVIII no reflejó el desarrollo de la manufactura y el comercio exterior. Este proceso económico dinámico exigía la incorporación de elementos no sólo monetarios sino también macroeconómicos que dieran cuenta de la actividad económica en su conjunto. Sin embargo, al demostrar que un aumento en la oferta de dinero genera un poder de compra adicional, que estimula la producción y el empleo, los inflacionistas del siglo XVIII proporcionaron la justificación teórica que les permitió sustentar la afirmación de que: *un aumento en la posesión de oro y plata es la vía para adquirir riqueza y poder*. Afirmación que se había transmitido por más de doscientos años, sin ninguna explicación sistemática. El surgimiento gradual e incipiente del análisis macroeconómico de finales del siglo XVIII, y su lucha por desprenderse de la concepción mercantilista, queda de manifiesto en la teoría del interés que realizan Hume, Cantillon.

CAPÍTULO II

LA TEORÍA MONETARIA CLÁSICA. LA TEORÍA CUANTITATIVA DEL DINERO: PRINCIPIO BANCARIO VS PRINCIPIO MONETARIO.

Hacia el último cuarto del siglo XVIII, se vislumbra una nueva organización económica y política de la sociedad. En el ámbito económico irrumpe la Revolución Industrial, que abriría grandes posibilidades de expansión al capitalismo comercial. De la misma forma, la estructura social y política, por lo menos en Inglaterra, había empezado a cambiar debido a la influencia de las ideas del liberalismo que habían penetrado en este país, mucho antes de que la Revolución Francesa influyera a todo el mundo con sus ideas liberales. En este nuevo escenario, la política y el pensamiento mercantilista empieza a decaer antes de que finalice el siglo XVIII.

Los cambios económicos y políticos influyeron de manera notable en el campo de las ideas. El pensamiento social toma conciencia de sí mismo, al tomar la naturaleza del orden social como el factor explicativo de la nueva estructura social que se estaba configurando. Se concibe a dicha estructura como un conjunto complejo de interrelaciones de sus partes. Las disciplinas sociales individuales se integran en una amplia filosofía social, y cada una de ellas se sistematiza. Se reagrupan las aportaciones dispersas en cuerpos sistemáticos que poseen coherencia interna.

1. Los clásicos. Adam Smith y David. Ricardo

En el pensamiento económico¹, lo producido hasta entonces, seguía siendo

¹ Con esto no pretendemos desdeñar las aportaciones de North y Hume sobre la defensa de la libertad de comercio, ni el brillante análisis que Cantillon realiza en su *Essay*, sobre el proceso económico, ni las aportaciones de Petty sobre el problema central del valor y sus reflexiones en torno al problema de las finanzas pública, así como las aportaciones de Steuart en sus *Principles*. Sin embargo, a pesar de la importancia que cada una de estas obras tuvo en su momento, en ellas subsistía la confusión y carecían de la sistematicidad necesaria para comprender el mecanismo de la actividad económica.

confuso y contradictorio. El mérito de Adam Smith y David Ricardo, consistió precisamente en poner en orden al estado caótico y asistemático del pensamiento económico². A este esfuerzo teórico-epistemológico³ por sistematizar la investigación económica hasta ese entonces realizada, se le ha denominado sistema clásico, cuya formalización fue en gran medida, obra de éstos dos grandes economistas.

Adam Smith y la Ley del Reflujo

En cuanto a la teoría del dinero, Adam Smith, en el Libro II, Capítulo II, de su obra *Investigación sobre la Naturaleza y Causas de la Riqueza de las Naciones* (1776), afirma que la función de la banca es el ahorro del acervo de los metales preciosos; considera que el papel moneda “no puede superar jamás el valor del oro y la plata cuyo lugar ocupa”, pues el papel moneda excedente, tendrá como destino el exterior o será captado por los bancos en pago del oro. A esta afirmación de Smith se le conoció como la *ley del reflujo*, que sería ampliamente discutida en las controversias monetaristas que se suscitaron a raíz de la aprobación de la *Ley de Autorizaciones Bancarias* de 1844.

² Es aceptado por los estudiosos de la economía que la formulación del sistema clásico fue en gran medida obra de Smith y Ricardo, ya que a pesar de sus diferencias en cuanto al método y estilo de análisis (incluso de edades), entre estos dos teóricos, la coincidencia en aspectos centrales del análisis económico, fue lo que permitió dicha sistematización. Al respecto, Blaug dice: “No podemos pretender que Adam Smith haya sido el fundador de la economía política, Cantillon, o Quesnay, o Turgot, tienen mejores títulos para ese honor. Pero el *Essay* de Catillon, los artículos de Quesnay y las *Reflections* de Turgot son a lo sumo folletos extensos, ensayos preparativos de una ciencia, más bien que la ciencia misma. *Investigación sobre la Naturaleza y Causas de la Riqueza de las Naciones* es el primer tratado completo de economía, que contiene una partida sólida sobre la teoría de la producción y la distribución, seguida de una reseña del pasado a la luz de estos principios abstractos, concluyendo son una serie de aplicaciones prácticas, todo ello impregnado del lema de “el sistema obvio y simple de la libertad natural” hacia el que avanzaba el mundo a los ojos de Adam Smith”. Ver, Blaug, Mark (1985), *Teoría económica en retrospectiva*, Fondo de Cultura Económica, México p. 92.

³ Evidentemente no es fácil determinar los límites cronológicos del sistema clásico; sin embargo, es aceptado por los estudiosos de la economía, que el punto inicial está marcado por la obra de Adam Smith, *Investigación de la Naturaleza y Causas de la Riqueza de las Naciones* (1776). En cambio, es más difícil ubicar su punto final, no obstante debemos considerar que durante las dos primeras décadas del siglo XIX, se dan cambios radicales en el pensamiento económico. De hecho, en 1821, con la publicación del libro *Elementos de Economía Política* de John Stuart Mill, que constituye la última expresión de la influencia del pensamiento de David Ricardo, se manifiestan las señales de la inminente desarticulación del sistema clásico.

Según Smith, el papel moneda se emitió en exceso debido a la especulación del “comercio excesivo” de algunos “proyectistas audaces”. Esto no habría ocurrido, sostiene Smith, si los banqueros hubieran descontado “sólo las letras de cambio reales”. En este razonamiento de Smith, subyace el origen de la doctrina de los valores reales de la banca comercial, la cual sobrevivió a las fuertes críticas que sobre ella se hicieron durante el siglo XIX, y a pesar de las mismas, ésta doctrina fue erigida en ley de la reserva federal en 1913, convirtiéndose en la falacia económica más perdurable de todos los tiempos.

David Ricardo y la concepción metalista del dinero

Por su parte, David Ricardo, en el Capítulo XXVII, “Sobre la moneda y los bancos”, de su obra *Principios de Economía Política y Tributación* (1817) deja ver su concepción metalistas al exponer una teoría del valor trabajo del metal monetario, la cual no entra en contradicción con la teoría cuantitativa del dinero. Según él, si no hay restricciones a la acuñación y a la fundición, la cantidad de dinero está determinada a largo plazo por su costo de producción. Si el valor del dinero en circulación supera su costo de producción, se estimulará la extracción y se incrementará la cantidad de metales para su acuñación; en tanto que, cuando ocurre lo contrario, se reducirá la extracción, y se fundirá el dinero para usos no monetarios. Por tanto, para Ricardo, el valor del dinero está controlado por su costo de producción, y el nivel de precios refleja el valor de cambio relativo del propio bien monetario. Sin embargo, dado el gran acervo existente de oro y plata, la tasa de producción corriente de las minas de oro y plata tienen un efecto insignificante sobre el valor del dinero.

Ello explica que la teoría metalista del valor del dinero tuviera poca importancia para explicar los problemas monetarios de la época. Por el contrario, para una explicación más práctica, se consideraba que la cantidad de dinero de un país estaba dada, y sólo tendía a modificarse si la balanza de pagos presentaba un desequilibrio o porque se diera un cambio (que se consideraba poco probable) en

la velocidad de circulación del dinero. Este razonamiento muestra la importancia que tuvo la teoría cuantitativa, que en lo fundamental es una teoría de la demanda de dinero⁴. Así, la teoría clásica del valor del dinero en el corto plazo, que hacía referencia a los metales preciosos y al papel moneda, coincidía con la teoría cuantitativa; mientras que la teoría de los costos de producción explicaba el comportamiento de los metales preciosos en el largo plazo, dejando fuera de dicha explicación al papel moneda.

En este contexto, Ricardo como portavoz de los partidarios del oro, emprendió su conocido ataque contra el Banco de Inglaterra, que sostenía que la emisión excesiva por parte del Banco había provocado la inflación, o como se decía en la época, la “depreciación de los billetes”. Este era el elemento central de la denominada “*controversia de los metales preciosos*”, que se suscitó durante el periodo de las guerras napoleónicas⁵. En un ambiente de guerra, la inconvertibilidad generó grandes remisiones del Reino Unido a sus aliados y grandes préstamos por parte del gobierno. Aunado a esto, las malas cosechas que se presentaron en la época, obligaron a realizar altos volúmenes de importaciones de trigo; con los consiguientes efectos negativos en la balanza de pagos. Los precios aumentaron paulatinamente, en tanto que el oro obtenía en el mercado un premio sobre el precio de cotización de la acuñación.

La discusión central en esta controversia era precisamente sí el premio concedido al oro sobre los billetes, constituía una prueba de la inflación; y si así era, entonces la inflación era una consecuencia de la política monetaria del Banco de Inglaterra. Para responder a esta interrogante, lo primero era demostrar que los precios en Inglaterra habían aumentado en relación con los precios de otros países

⁴ Al respecto, cabe señalar que durante el periodo 1797-1819 Gran Bretaña estuvo fuera del patrón oro, ya que asumió un patrón de papel inconvertible. En estas circunstancias, y considerando que el costo de producción del papel moneda era demasiado pequeño para que influyera de manera eficaz en el control de su cantidad; el valor de la moneda estaba determinado fundamentalmente por su cantidad, función que correspondía a la política bancaria.

⁵ Es necesario tener presente que, en 1797 la guerra con Francia hizo necesaria la suspensión de los pagos con metales preciosos, por lo que el Banco de Inglaterra estaba autorizado para negarse a pagar sus billetes con oro.

comerciales⁶. Según Ricardo, la prueba de que esto último había sucedido, fue precisamente el premio concedido al oro ; en consecuencia, la causa de la inflación era la emisión excesiva de billetes por parte del Banco de Inglaterra. Para Ricardo, los bancos del país quedaban exonerados porque ellos debían mantener un porcentaje fijo de reservas contra sus propias notas en forma de notas del Banco de Inglaterra, en tanto que el Banco de Inglaterra no estaba sujeto a ninguna limitación.

Por su parte, los directores del Banco y los antimetalistas afirmaban que era imposible la emisión excesiva de papel moneda, aun cuando fuese inconvertible, en tanto sólo se emitiesen billetes nuevos para descontar el papel comercial garantizado a corto plazo⁷. En este sentido, los antimetalistas sostenían que los términos de intercambio no se habían deteriorado en contra de Inglaterra a causa de la inflación monetaria, sino por el deterioro de la balanza de pagos. Pero según Ricardo, si los precios internos no estuviesen aumentando, con una balanza de pagos desfavorable que provocaba que la tasa de cambio se moviese en contra de Inglaterra, debería estimular las exportaciones y; en consecuencia, las remisiones al exterior deberían hacerse en forma de bienes. Por lo tanto, la disminución de la tasa de cambio, y el precio del oro no tenían nada que ver con los grandes préstamos al exterior.

Esta discusión revela una profunda diferencia en cuanto al mecanismo que debía utilizarse para corregir los desequilibrios en la balanza de pagos. Pero, además, ambas argumentaciones (la metalista de Ricardo y la antimetalista) eludían problemas reales. El precio del oro sobre los billetes era causado, en gran medida por la compra especulativa de metales preciosos y moneda extranjera, y no por un

⁶ Al respecto cabe señalar que aún sin inflación, un alto monto de préstamos al exterior, y un gran volumen de importaciones de granos pueden generar una balanza de pagos deficitaria, una disminución del valor de intercambio de la libra por debajo del punto de exportación del oro, y un aumento del precio de mercado del oro por encima de su precio de acuñación.

⁷ Esta argumentación de la doctrina de los *descuentos reales* ya había sido abordada por Smith en *La Riqueza de las Naciones*, pero en ese entonces, dicha doctrina tenía poca aplicación, debido a que el Banco de Inglaterra enviaba a la circulación sus billetes por un monto equivalente no sólo al descuento comercial sino también por la compra de bonos públicos.

exceso de dinero ni por una balanza de pagos desfavorable. Por otro lado, la velocidad de circulación debió haber aumentado al elevarse el nivel precios. Además, es obvio que en el fondo, los gastos gubernamentales se encontraban detrás de la inflación, y que el Banco de Inglaterra no quería reconocer sus responsabilidad como banco central, argumentando que no era más que el “primero entre los iguales”, que servía pasivamente a “las necesidades del comercio”. Esta situación explica la propuesta de Ricardo de nacionalizar el Banco de Inglaterra, además evidenciaba la necesidad de contar con una política monetaria claramente definida y dirigida por una autoridad monetaria central⁸.

2. La teoría cuantitativa del dinero y la Ley de Say

En una economía que cuenta con una división avanzada del trabajo, la adquisición de bienes y servicios depende del poder que cada individuo tenga para producir bienes y servicios equivalentes. La producción no sólo aumenta la oferta de bienes sino que, en virtud de los pagos requeridos por los factores productivos, crea también la demanda de compra de esos bienes; es decir, “los productos se pagan con productos”, tanto en el comercio interno como en el internacional. Este es precisamente el punto central de la ley de los mercados de Say.

La afirmación de Say de que “los productos se pagan con productos” marca el inicio del análisis macroeconómico. Si bien es correcto que hablemos de que una industria produzca poco o mucho en términos de sus curvas de oferta y demanda dadas independientemente; no lo es en el sentido de que una economía produzca “demasiado poco” o “demasiado”, porque la demanda y la oferta agregadas no son independientes entre sí. La demanda del producto de cualquier industria debe aumentar en términos reales cuando aumentan las ofertas de todas las industrias, pues son precisamente tales ofertas las que generan la demanda del producto de una industria. En este sentido, podemos decir que la ley de Say enfatiza el error que se puede cometer si aplicamos las proposiciones derivadas del análisis parcial

⁸ Blaug, Mark (1985), op. cit., p. 179.

a las variables macroeconómicas. Es posible que un bien particular se produzca en exceso en relación a todos los demás bienes, pero es imposible que todos los demás bienes también se produzcan en exceso relativo.

En este contexto, la “sobreproducción general” y la “subproducción general” son una imposibilidad lógica en una economía de trueque. La sobreproducción o subproducción debe ser relativa a algún bien, y al hablar de todos los bienes en una economía de trueque; esto es, sin incluir el dinero, estamos excluyendo el marco de referencia de la producción excesiva de bienes. Una oferta excedente de un bien particular significa una demanda deficiente de ese producto en términos de los demás productos, porque la oferta de otros productos entregados a cambio representa la demanda de este producto. De la misma forma, la oferta excedente de un bien significa necesariamente la demanda excedente, por lo menos, de otro bien. En consecuencia, en una economía de trueque no puede existir un exceso de la oferta sobre la demanda de todos los bienes.

En cambio, en una economía monetaria es una posibilidad lógica el exceso de la oferta de bienes, pues ello implica que hay una demanda excedente de dinero. Por tanto, si se pretende que la ley de Say sea aplicada al mundo real, a una economía monetaria, debe suponerse la imposibilidad de una demanda excedente de dinero. Dicha imposibilidad no significa una “imposibilidad lógica”, significa que la demanda de dinero no puede estar permanentemente en exceso, pues ello conlleva a una situación de desequilibrio.

2.1 La identidad de Say y las características del *numerario* (dinero)

Supongamos que hay n bienes en una economía cerrada. Si escogemos cualquiera de los n bienes para que sea un *numerario*, haciendo su precio igual a 1, y expresamos todos los demás precios en términos de este bien, habrá $n - 1$ razones de intercambio o precios relativos que debe determinarse. Esta clase de dinero (*numerario*) sirve sólo como una unidad de cuenta abstracta; puede existir

en un sentido físico, pero no es necesario, y el comercio tiene todas las características del trueque. Por lo tanto, nadie puede conservar esta clase de dinero como dinero, y nadie lo desea. Esta clase de dinero es muy diferente del dinero circulante, que la gente desea poseer en una economía monetaria real, debido a que sirve como almacén de valor, además de tener la función de unidad de cuenta.

En una economía donde sólo se usa el dinero contable, donde el medio de cambio sea un bien cualquiera, el valor total de todos los demás bienes demandados será siempre idénticamente igual al valor total de los bienes ofrecidos. Sumando los n bienes (mercancías y dinero) demandados (\mathbf{D}) y ofrecidos (\mathbf{S}), esta identidad quedará expresada así:

$$\sum_{i=1}^n p_i \mathbf{D}_i \equiv \sum_{i=1}^n p_i \mathbf{S}_i$$

Esta identidad se conoce como la Ley de Walras, y en este contexto, simplemente indica la imposibilidad lógica de un exceso de oferta en una economía de trueque o en una economía donde el dinero sea sólo dinero contable. Pero, en la medida que un bien actúe no sólo como medio de cambio sino también como almacén de valor, la cantidad demandada de los $n - 1$ bienes será igual al valor total de los $n - 1$ bienes ofrecidos sólo si la demanda de dinero es igual a la oferta de dinero. Es decir, si y sólo si $\mathbf{D}_n = \mathbf{S}_n$. Lo que podemos expresar así:

$$\sum_{i=1}^{n-1} p_i \mathbf{D}_i = \sum_{i=1}^{n-1} p_i \mathbf{S}_i$$

Esto es así, porque la demanda total de dinero (\mathbf{D}_n) es igual al valor de todos los bienes ofrecidos a cambio de dinero, que lo podemos representar de la siguiente forma:

$$\mathbf{D}_n = p_1 \mathbf{S}_1 + p_2 \mathbf{S}_2 + p_3 \mathbf{S}_3 + \dots + p_{n-1} \mathbf{S}_{n-1} = \sum_{i=1}^n p_i \mathbf{S}_i$$

De la misma forma, la oferta total de dinero es igual al valor de todos los bienes demandados con dinero:

$$S_n = p_1D_1 + p_2D_2 + p_3D_3 + \dots + p_{n-1}D_{n-1} = \sum_{i=1}^n p_iD_i$$

Así, durante un determinado periodo de tiempo, toda diferencia entre la oferta y la demanda de bienes debe manifestarse como un flujo de demanda de dinero excedente en sentido positivo o negativo, ya sea porque $D_n > S_n$ o porque $D_n < S_n$. Una oferta excedente de todos los bienes (DE_i) significa una demanda excedente de dinero (DE_n). Si DE_i representa la demanda excedente de bienes; SE_{n-1} la oferta excedente de bienes; y DE_n la demanda excedente de dinero, entonces podemos decir que:

$$\sum_{i=1}^{n-1} p_iD_i - \sum_{i=1}^{n-1} p_iS_i \equiv \sum_{i=1}^{n-1} DE_i \equiv SE_{n-1} \equiv DE_n$$

En este contexto, una “demanda excedente de dinero” significa simplemente que los individuos quieren aumentar su acervo de saldos en efectivo en el periodo corriente, lo que representa una demanda menor de bienes de los que se ofrecen. En consecuencia, la afirmación de la imposibilidad lógica de la sobreproducción general en una economía monetaria, equivale a afirmar que el vector $DE_n \equiv \mathbf{0}$; esto es, los individuos conservan la cantidad de dinero existente en forma de saldos en efectivo y nunca desean alterar estos saldos financiando una compra con ellos o incrementándolos con el producto de una venta. Podemos decir que ésta es una versión fuerte de la ley de Say.

Pero, qué es lo que realmente quiso decir Jean Baptiste Say. La identidad de Say parte del supuesto de que el mercado monetario se encuentra siempre en equilibrio, porque, independientemente de los precios, los individuos sólo ofrecen bienes para demandar “inmediatamente”, por corto que sea el periodo considerado, otros bienes con el dinero recibido. Este supuesto es muy fuerte, pues implica que un cambio en el nivel de precios no perturbará las relaciones existentes entre los mercados de bienes y el mercado monetario; lo que significa que la tasa marginal de sustitución de los bienes por el dinero es igual a cero por definición. A su vez, esto implica que los mercados de bienes nunca se verán

perturbados; es decir, un cambio en el nivel de precios no generará nunca una sustitución entre los bienes.

Con estos supuestos, la identidad de Say puede transformarse en el “postulado de la homogeneidad”⁹, que permite sostener que las funciones de demanda excedente de bienes depende sólo de los precios relativos, no del nivel absoluto de los precios. En el lenguaje matemático, esto significa que las funciones de demanda de los bienes son *homogéneas de grado cero en los precios monetarios*. Si representamos la función de demanda de un bien cuyo precio es x , y y representa los precios de los demás bienes, tenemos $f(x, y)$. Si esta función de demanda es homogénea de grado cero, la duplicación de los precios no alterará la cantidad demanda de ese bien. La función de demanda es independiente de los precios absolutos, pues solo depende de los precios relativos. Esto se demuestra de la siguiente forma.

Sea una función de demanda homogénea de grado cero para x ,

$$D_x = f(\lambda x, \lambda y, \dots, \lambda z)$$

Si $\lambda = 1/x$, tenemos que $D_x = f(1, y/x, \dots, z/x)$

La función de z variables independientes ha sido sustituida por una función equivalente, donde las variables independientes son razones, de las cuales hay

⁹ Las funciones homogéneas tienen la propiedad de que si se multiplican por una constante cada una de las variables de la función, la función total se incrementa en alguna potencia de esa constante. El grado de una función homogénea representa el valor de la potencia por la que se eleva la constante. Por ejemplo, para funciones homogéneas $f(x,y)$ y una constante = 5, tenemos :

$$\begin{aligned} \text{grado cero} : f(5x, 5y) &= 5^0 f(x,y) = f(x,y) \\ \text{primer grado} : f(5x, 5y) &= 5^1 f(x,y) = 5f(x,y) \\ \text{segundo grado} : f(5x, 5y) &= 5^2 f(x,y) = 25f(x,y) \end{aligned}$$

Su forma general es: $\lambda^a f(\lambda x, \lambda y)$, donde λ es cualquier constante positiva arbitraria y a es el grado de la función homogénea. Cabe señalar que ya se han encontrado funciones de producción homogéneas de primer grado; esto es, que presentan costos constantes o rendimientos constantes a escala. Si se duplican los insumos x y y , el volumen de la producción aumenta exactamente al doble.

$z-1$. Estas razones son precios relativos, y la función de la demanda varía sólo con los $z-1$ precios relativos, no con z precios absolutos. Pero, recordemos que incorporamos el dinero contable, pues x representa al *numerario*. Por lo tanto, si sólo hay dinero contable en el sistema, las funciones de demanda son homogéneas de grado cero en los precios monetarios absolutos; pero de hecho, no hay precios monetarios absolutos, debido a que no hay precios absolutos, sólo precios relativos dados por el *numerario* x .

Como se observa, en una economía donde se aplica la identidad de Say el dinero es un “velo”, que puede levantarse sin afectar el análisis de los precios relativos¹⁰. Esto es cierto debido a que en el análisis se crea una economía monetaria que después se le impone una condición que le permite operar como una economía de trueque. Esto es, en una economía de trueque los individuos nunca cambian sus saldos monetarios, porque no existen los saldos monetarios; se introduce el dinero pero se prescinde de su función de almacén de valor.

2.2 La determinación de los precios. Un proceso dicotómico

Los economistas clásicos sostenían la imposibilidad de la sobreproducción en una economía monetaria. Tal afirmación se desprendía de la identidad de Say; que afirmaba que la demanda excedente de dinero (DE_n) es igual a cero. Decir que el mercado de un bien está siempre en equilibrio; esto es, que su demanda excedente es igual a cero, significa que su precio está indeterminado. En otras palabras, no está determinado por las fuerzas del mercado; en consecuencia, la identidad de Say que afirma que el mercado de dinero se encuentra siempre en equilibrio, deja indeterminado el valor del dinero¹¹.

¹⁰ Blaug, M. (1985), op. cit., p.199

¹¹ En términos matemáticos, esta indeterminación es el resultado de las insuficientes ecuaciones para despejar las incógnitas dadas. Con n bienes tenemos n funciones conocidas de demanda y oferta; pero sólo $n-1$ de estas ecuaciones son independientes. Dadas las $n-1$ ecuaciones, la ecuación n está completamente determinada; cualquier conjunto de precios que satisfagan las $n-1$ ecuaciones satisface necesariamente la función número n . Si aplicamos la ley de Walras podemos eliminar una ecuación, tenemos entonces, $n-1$ precios desconocidos de los bienes, o $n-2$ *precios relativos* desconocidos de los bienes más un valor desconocido del dinero, y $n-2$ funciones conocidas de demanda excedente de los bienes más una función conocida de demanda excedente

Como vimos en páginas anteriores, el mérito de Locke consistió en demostrar que el dinero en sí mismo no constituye riqueza; sin embargo al centrar su análisis únicamente sobre la función del dinero como medio de cambio, arribó a una teoría cuantitativa del dinero que omitió la interdependencia existente entre los mercados de bienes y el mercado de dinero, la cual se deriva de la función del dinero como almacén de valor. De ahí que la versión lockeana pura de la teoría cuantitativa del dinero implique la aceptación de la ley de Say, ya que el dinero está determinado únicamente por la cantidad de dinero en circulación. En este sentido, esta versión lleva implícita la dicotomía en el proceso de determinación de los precios.

En equilibrio la teoría cuantitativa del dinero expresa que $MV=PT$, o que $M/P=T/V$, pero en el caso de la versión de Locke¹², la estabilidad del cociente M/P , que implica variaciones proporcionales del acervo de dinero con respecto al nivel de los precios, condujo a que ésta igualdad se transformará en una identidad, ya que se sostenía que los individuos demandaban una cantidad dada de saldos reales (M/P) para realizar transacciones. De ello se deduce que, ante una demanda

de dinero. Pero, ésta última no es en términos estrictos una función, pues $DE_n \equiv 0$, según se desprende de la ley de Say. Por tanto, sólo tenemos $n-2$ ecuaciones para determinar $n-1$ incógnitas; esto es, el sistema está indeterminado. De aquí se desprende que la “ecuación faltante”, a la que hicimos referencia arriba, puede ser representada por la ecuación de Cambridge :

$$D_n \equiv k \sum_{i=1}^{n-1} p_i S_i = M$$

Siendo k la proporción de la oferta total de bienes, medida en términos del dinero que los individuos desearían mantener como saldos en efectivo, y M es la oferta de dinero.

La ecuación de Cambridge para la demanda de dinero, $M = k PT$, es formalmente idéntica a la ecuación de Fisher, $M=PT/V$; pues se puede decir que los individuos generalmente, desean conservar cierta proporción (k) de sus transacciones totales (T), o que M circula determinadas veces al año. Sin embargo la ecuación de Cambridge por su formulación tiene una ventaja, que es la flexibilidad de k para representarse como $1/k \equiv V$, pues V es una variable que puede tomar cualquier valor. Así, en cualquier caso, podemos decir que si los precios aumentan, los individuos trataran de aumentar sus saldos reales en efectivo para compensar la reducción en el valor de dichos saldos. Lo que significa que los individuos incrementarán las cantidades de bienes y servicios que ofrecen y reducirán las cantidades que demanden de éstos. Con lo que las funciones de demanda de bienes se alteran, debido al incremento de los precios absolutos; y por tanto, se viola el principio de homogeneidad.

¹² Al respecto, en 1691 Locke decía: “Cada hombre debe tener a la mano el dinero o los créditos líquidos que necesite para pagarle al acreedor que le proporciona los elementos básicos de su subsistencia, o de su actividad”. Tomado de Blaug, Mark (1985), op. cit., p. 202.

estable de saldos monetarios, las variaciones en la cantidad de dinero (V) debían ser proporcionales al volumen del comercio (T).

La negativa a admitir que M y P podían variar independientemente, llevó a aceptar que todo aumento en el volumen de las transacciones era absorbido por un cambio en la velocidad de circulación. De la misma forma, se aceptó que un aumento en el circulante era absorbido por un cambio en el nivel de los precios, independientemente de las transacciones que se realizaran en el mercado de bienes. Esto significa, que el nivel de precios está determinado sólo por la masa de circulante; que M y P varían siempre proporcionalmente; y que T está determinado sólo por fuerzas reales (oferta y demanda en el mercado de bienes). Ello, por supuesto, niega totalmente la retención de saldos en efectivo, aún para transacciones futuras; lo que significa que el dinero sólo tiene un carácter *contable*, pues éste sólo cumple la función de servir de medio de cambio. De esta forma, los precios absolutos no tienen nada que ver con las variaciones en los mercados de bienes. Además, el valor del dinero está dado por la relación entre la masa de circulante por un lado, y la oferta de bienes por el otro; y ninguna de estas dos variables puede señalarse como la determinante de dicha relación. Todos los factores que influyen sobre MV/T determinan el nivel de precios. Sin embargo, Locke en su insistencia por negar toda influencia monetaria sobre el volumen del comercio, construyó una teoría cuantitativa del dinero en la que el nivel de precios está determinado sólo por M, y al hacerlo así, separó el proceso de determinación de los precios en dos partes (precios absolutos y precios relativos). Con lo que negaba, a su vez la retención de saldos monetarios como almacén de valor o como medio de pago diferido; lo que supone implícitamente la identidad de Say¹³.

¹³ Cabe recordar que la crítica de Patinkin se centra precisamente en este aspecto, al señalar que tanto los economistas clásicos como los neoclásicos dicotomizaron el proceso de fijación de los precios; ya que por un lado, determinaron los precios relativos en el mercado de bienes; y por el otro, determinaban los precios absolutos en el mercado de dinero. Ello, supone necesariamente que el acervo monetario en manos del público permanece constante independientemente de los precios. Sin embargo, si los individuos demandan saldos nominales de dinero (por el motivo transacción para conservar efectivo), debido a que los pagos y recibos no pueden sincronizarse, o debido a la incertidumbre respecto al futuro (por el motivo especulativo o precaución), esta demanda variará con cada cambio del valor del dinero o del nivel de precios. Es decir, se trata de una demanda de saldos reales. Ver Leriche, G. C. Eduardo. *Teoría Cuantitativa y Escuela de*

3. La teoría monetaria clásica y la Identidad de Say

Si bien los economistas clásicos nunca expresaron la igualdad de Say; no obstante en sus obras son claras las referencias a un proceso de ajuste vagamente enunciado, que conduce a la corrección de las desviaciones del pleno empleo. Al respecto, baste mencionar los pronunciamientos que negaban cualquier motivo que condujera a los individuos a conservar dinero ; la afirmación de que el dinero es sólo un medio de cambio; que el dinero es un “velo” porque los precios relativos son determinados únicamente por fuerzas reales; que la oferta crea automáticamente su propia demanda, independientemente de lo que ocurra con la cantidad de dinero o con el nivel de precios ; que los precios absolutos varían siempre en proporción con la cantidad de dinero¹⁴. Todas estas son expresiones que se derivan consciente o inconscientemente, de la ley de Say¹⁵.

“Cambridge”: la versión de A. C. Pigou, Universidad Autónoma de México- Azcapotzalco, Serie Economía, México, 1991, pp.75-76.

¹⁴ Recordemos que en el capítulo XXI de sus *Principios*, Ricardo defendió la ley de Say independientemente de las variaciones en los precios y en la tasas de interés, y en ese mismo capítulo, más adelante, explica la forma en que las variaciones en la tasa de interés determinan la demanda de fondos de inversión. Ver, Ricardo, D. (1973), *Principios de economía política y tributación*, Fondo de Cultura económica, México, pp. 216-224.

Esta argumentación contradictoria de Ricardo provocó la crítica de Say, en el sentido de que la tasa de interés jugaba una función importante en el equilibrio entre el ahorro y la inversión; además de que, decía Say, la producción no puede aumentar sin generar nuevo ingreso para la compra de la producción adicional. Ver Blaug, Mark (1985), op. cit., p. 204.

¹⁵ Si bien es cierto que estas expresiones se encuentran en los escritos de Ricardo, McCulloch, Senior, Torrens, James Mill y John Stuart Mill ; ello no significa que dichos autores estuviesen conscientes de la separación del proceso (dicotómico) de determinación de los precios. En este nivel, es importante distinguir las afirmaciones simples sobre la naturaleza del dinero, nunca más allá de su función de medio de cambio, que derivaron generalmente, en una mínima importancia de las funciones del dinero en sus análisis; y los análisis explícitos que estos economistas realizaron sobre el problema de los precios crecientes o decrecientes en una economía monetaria. Con respecto a esto último, debemos señalar la familiaridad de los economistas clásicos con los efectos y consecuencias de las depresiones. Recuérdese que Ricardo escribió un capítulo especial sobre el retroceso del comercio en el período de la posguerra, y señaló la posibilidad de que el *cambio técnico* provocará desempleo. Sus discípulos presenciaron las depresiones de 1825, 1836 y 1847. Asimismo, reconocieron que una economía de libre mercado está sujeta a fluctuaciones periódicas de su actividad económica.

Podría decirse que, cualquiera que fuese para ellos el significado de la ley de Say, es obvio que ellos concebían la posibilidad de que el nivel de los precios en el mundo real, bajara por razones distintas a un cambio en la cantidad de dinero, pues todos conocían el postulado de Cantillon que negaba la homogeneidad, al afirmar éste, que los cambios en el nivel de precios producidos por las variaciones en el circulante, varían con la naturaleza de las inyecciones, y que el cambio en los precios absolutos se asocia casi siempre, a las fluctuaciones en los precios relativos. Es difícil afirmar que los economistas clásicos aceptaban el postulado de que la “demanda agregada es igual siempre a la oferta agregada”; ni que sostuvieran la imposibilidad de que la actividad económica se alejara del pleno empleo. Por el contrario, es más factible que quisieran

La igualdad de Say postula que las desproporciones entre la oferta y la demanda no pueden ser permanentes porque la oferta crea su propia demanda, tanto a nivel micro como macroeconómico mediante variaciones automáticas de los precios y de las tasas de interés. Dicha afirmación simplemente significa que una oferta excedente de bienes o una demanda excedente de dinero tiende a corregirse por sí sola. El mecanismo sería el siguiente: si la demanda resulta insuficiente para vender todos los bienes a precios que cubran los costos, incluida la tasa de ganancia vigente, los precios deben bajar. Aumentará el poder de compra de los saldos nominales en efectivo; los individuos percibirán que tienen saldos reales en exceso, se dará una demanda excedente de dinero, Con el propósito de reducir el nivel de los saldos nominales en poder de los individuos, la demanda de bienes aumentará hasta que se elimine el exceso de oferta en los mercados de bienes. Una demanda de dinero excedente igual a cero es la condición de equilibrio, porque los precios, conjuntamente con las tasas de interés, seguirán bajando mientras haya un exceso de demanda de efectivo. Este mismo mecanismo se aplica en el caso de un exceso de demanda de bienes. Como se observa, la afirmación de que “la oferta crea su propia demanda”, no es, a pesar del comportamiento de los precios, sino a causa de tal comportamiento¹⁶

3.1 Cantidad de dinero y precios. El mecanismo directo e indirecto.

La discusión a retomar gira en torno a la siguiente pregunta ¿cuáles son los mecanismos que permiten restablecer el equilibrio en los mercados perturbados, según los economistas clásicos? Como vimos arriba, la identidad de Say elimina la necesidad de cualquier teoría monetaria; pero si aplicamos dicha igualdad necesariamente nos llevará al ámbito de la operación de los mercados monetarios.

expresar la idea de que una economía perfectamente competitiva *tiende* al pleno empleo. Ver Blaug, Mark (1985), op. cit., p. 203.

¹⁶ Según este razonamiento los precios absolutos son determinados por el mismo conjunto de fuerzas que determinan los precios relativos. Para cada conjunto de precios relativos hay un nivel absoluto único de los precios en el que se equilibrará el mercado de dinero. Esto se aplica a una economía cerrada y a una economía abierta, sólo que en esta última, el nivel de precios debe además, equilibrar las exportaciones y las importaciones. Visto así el mecanismo de ajuste, la igualdad de Say no separa el proceso de determinación de los precios.

En la teoría monetaria clásica se distinguen dos líneas de pensamiento que relacionan la cantidad de dinero con el nivel de precios: el “mecanismo directo” expuesto por Cantillon y Hume y el “mecanismo indirecto” expresado primero por Thorton y retomado por Ricardo. En el enfoque del “mecanismo directo”, era aceptada la afirmación de que un aumento en la cantidad de dinero afectaba directamente los precios a través del efecto previo sobre la demanda, ya que, se afirmaba, la recepción de dinero generaba un incremento del flujo de los gastos, porque los individuos están satisfechos con sus saldos actuales de efectivo.

Durante el siglo XVIII la afirmación de que la cantidad de dinero está determinada por las “necesidades del comercio”, se fundaba en el reconocimiento de la existencia de una demanda estable de saldos de trabajo (saldos corrientes). En este contexto, tanto Hume como Cantillon explicaron la forma en que se desembolsaba una inyección de efectivo y de los retrasos entre los pagos y recibos. Para ellos, el aumento del dinero eleva los precios en la misma proporción sólo si el incremento de dinero adicional se distribuye en forma natural; es decir, si aumentan en la misma proporción los saldos monetarios iniciales de todos los individuos¹⁷. Pero este es un caso especial en la teoría monetaria clásica, que debe retomarse con cuidado. Si bien los economistas clásicos no enunciaron esta relación de forma rigurosa, es evidente que hicieron referencia a ella en reiteradas ocasiones Hume, Ricardo, John Stuart Mill, y algunos otros; quienes además comprendieron la existencia de los supuestos necesarios para su validez.

El segundo enfoque, el mecanismo indirecto, afirma que la teoría cuantitativa del dinero no asigna ninguna función explícita a la tasas de interés, y que la teoría monetaria que omita el papel de la tasa de interés carece de toda validez. En efecto, la ecuación de cambio no hace referencia a la tasa de interés; pero,

¹⁷ Partiendo de una relación de equilibrio entre el dinero y los precios, si introducimos un cambio en una de las variables independientes, en este caso, en la cantidad de saldos monetarios de cada individuo, podemos demostrar que el sistema retorna al equilibrio y los precios aumentan proporcionalmente al incremento del dinero. Este es un razonamiento de estática comparada, y demuestra que no hay contradicción en la teoría cuantitativa del dinero, cuando se expresa correctamente. Esta demostración fue expuesta por Patinkin. Ver

también es cierto que la *teoría* cuantitativa del dinero dista mucho de la identidad $MV \equiv PT$. En todo caso, la teoría clásica del mecanismo indirecto que relaciona a M con P se refiere específicamente a la tasa de interés de los préstamos.

El mecanismo indirecto fue expresado por Henry Thornton en su libro *Nature of the Paper Credit of Great Britain* (1802), considerada como una de las más grandes obras sobre teoría monetaria producida durante el periodo clásico, que luego fue retomada por Ricardo y Mill. La argumentación de Thornton es que en una economía con activos no monetarios sólo existe el equilibrio monetario cuando la tasa de interés monetaria del mercado de préstamos es igual a la tasa de rendimiento del capital en los mercados de bienes. Una inyección de efectivo debe llegar al mercado de préstamos por la vía del sistema bancario; este aumento en la oferta de fondos prestables conduce a que la tasa de interés del mercado sea menor que el rendimiento del capital. Así, el volumen de los préstamos aumenta a medida que aumenta el precio de los bienes de inversión, y la demanda de préstamos se ve estimulada. Por último, el aumento en la demanda de préstamos alcanzará a la oferta de los préstamos. Pero, mientras la tasa de interés bancaria permanezca por debajo de la tasa de beneficio del capital, la demanda de préstamos seguirá creciendo; por ello, la demanda de préstamos superará en breve, a la oferta, y la tasa de interés bancaria empezará a aumentar otra vez. Si la tasa real de rendimientos del capital ha permanecido constante, el equilibrio se restablecerá sólo cuando la tasa bancaria haya retornado a su nivel anterior¹⁸. Los precios se elevaron, pero la tasa de interés permanecerá constante. Por tanto, en equilibrio la tasa de interés es independiente de la cantidad de dinero en circulación. Además, Thornton subrayaba la relación existente entre los mercados de dinero y de bienes, tratando de demostrar con ello que la teoría clásica

Patinkin, Don (1987), "Friedman ante la teoría cuantitativa y la economía keynesiana", en Robert, J. Gordon, *El marco monetario de Milton Friedman*, PREMIA editora, México, pp. 141-144.

¹⁸ Esta teoría de las tasas de interés (la natural y la de mercado), aparece posteriormente; podemos decir que redescubierta independientemente, en Wickell un siglo después. Al respecto debe recordarse que cuando Wicksell empieza a escribir el segundo volumen de *Lectures*, no tenía ningún conocimiento de la importancia de la obra de Thornton, ni de la influencia de ésta en los *Principles* de Ricardo.

correctamente interpretada, no separaba el proceso de determinación de los precios.

Ricardo recurrió a esta explicación de Thornton para demostrar que la emisión de billetes del Banco de Inglaterra puede expandirse casi al infinito, a condición de que la tasa bancaria se mantenga lo suficientemente baja. Así, la convertibilidad de los billetes bajo las condiciones del patrón oro, privaría al Banco del poder de regulación de la tasa de descuento, por lo menos debajo del límite del 5% de las tasas de usura. Sin embargo, la inconvertibilidad daba al Banco la capacidad de mantener la inflación mediante la depresión artificial de la tasa de descuento.

3.2 Atesoramiento: ahorro e inversión

En la teoría monetaria clásica, la tasa de interés se determina en el mercado de préstamos (que en el análisis de Keynes se denomina mercado de bonos). Lo que significa que la tasa de interés monetaria se determina por la oferta y la demanda de fondos prestables; las cuales se identificaban con el ahorro y la inversión, respectivamente. Además, es muy raro encontrar referencias que indiquen que la inversión pudiera ser financiada con atesoramiento o con crédito bancario inflacionario. Al respecto, Ricardo, por ejemplo, negaba enfáticamente que “el crédito pueda crear capital”.

En general, el análisis de los economistas clásicos niega que la expansión inflacionaria del crédito pudiera estimular el crecimiento. La explicación que se dio al respecto se encuentra en la controvertida “teoría del ahorro forzado”. En dicha teoría subyace el argumento de que la inversión nunca se financia con atesoramiento. Entendiendo el atesoramiento como el retiro de ingreso monetario del gasto corriente sin desviarlo hacia fines distintos del consumo; es decir, destinado a la formación de saldos monetarios.

La teoría clásica monetaria utilizó el término de atesoramiento de manera peyorativa. Se argumentaba que sólo un “avaro” desearía incrementar sus tenencias monetarias por encima del mínimo requerido para las transacciones. Esta afirmación de que el atesoramiento es “anormal”, implica que los individuos nunca suman sus ahorros a sus saldos monetarios, y nunca financian la inversión con saldos monetarios. En consecuencia, la demanda excedente de dinero es igual a cero; esto nos lleva a la identidad de Say y a la indeterminación de los precios absolutos.

Sin embargo, en una economía monetaria tanto el ahorro como la inversión no pueden ser siempre ni necesariamente, iguales a la oferta y la demanda de fondos prestables. Lo cual es verdadero en equilibrio, siempre y cuando se cumpla la condición de que los individuos estén satisfechos con sus tenencias de efectivo. De esto se desprende que, una interpretación de los clásicos implica negar la posibilidad de que el ahorro planeado sea igual a la inversión planeada. Esta proposición es una interpretación keynesiana de la teoría de los fondos prestables; si a ello le sumamos que los economistas clásicos aceptaron la igualdad de Say¹⁹, más que la identidad de Say, es muy probable que concibieran la posibilidad keynesiana de que el ahorro deseado no se convirtiera en realidad.

En esta perspectiva, el “mecanismo indirecto” tuvo la virtud de centrar la atención en la demanda del mercado de préstamos como una función de la tasa de interés. Para cada oferta de ahorro real y crédito bancario hay un nivel de precios que igualará la tasa de interés a una tasa dada de rendimiento del capital; asegurando

¹⁹ La igualdad de Say simplemente afirma que una oferta excedente de bienes o una demanda de dinero tiende a corregirse por sí sola. Su expresión matemática sería la siguiente :

$$\sum_{i=1}^{n-1} p_i D_i = \sum_{i=1}^{n-1} p_i S_i$$

En tanto que la identidad de Say postula que la oferta crea su propia demanda a nivel micro y macroeconómico mediante variaciones automáticas en los precios y en las tasas de interés. Matemáticamente se expresa de la siguiente forma :

$$\sum_{i=1}^n p_i D_i \equiv \sum_{i=1}^n p_i S_i$$

así el equilibrio en el mercado de préstamos. Resulta evidente que si el ahorro supera a la inversión deseada, la tasa de interés bajará y el nivel de precios aumentará, con lo que se restablecerá el equilibrio. Pero, en este razonamiento debe señalarse una diferencia entre la argumentación clásica y la keynesiana; en ésta última, el ahorro es una función del ingreso, según Keynes, mientras que en el análisis clásico el ahorro es una función complicada de la tasa de interés y del nivel de los precios, que funciona a través de las oportunidades de inversión. En otras palabras, las variaciones en el ingreso conducen al equilibrio en la teoría keynesiana, mientras que en la teoría clásica este papel corresponde a las variaciones en los precios y en la tasa de interés.

Si bien es cierto que la mayoría de los economistas clásicos no distinguieron explícitamente entre el ahorro y el préstamo activo, por una parte, y la inversión y el préstamo pasivo, por la otra²⁰; no obstante, ellos no afirmaron que el ahorro y la inversión se determinarían únicamente por la tasa de interés. Al respecto, cabe señalar que la teoría de los fondos prestables, con sus implicaciones de que la tasa de interés se ve influenciada por las condiciones del mercado monetario, está contenida en las obras de Thornton y Ricardo, misma que es retomada por John Stuart Mill en el Libro III, capítulo XXIII de sus *Principles*. En efecto, cuando J. S. Mill definió el ahorro como “ingreso no consumido por las personas que lo ahorran” y el atesoramiento como el “ingreso no consumido en absoluto”, es evidente que consideraba al “ahorro deseado” como el ahorro más el

²⁰ Esta dificultad en la interpretación de la teoría clásica se deriva del hecho de que los economistas clásicos no usaban de manera común la palabra inversión. Hablan del “ahorro” para referirse no al proceso, sino al resultado del ahorro; esto es, los recursos efectivamente ahorrados. Para los clásicos el ahorro implicaba la conversión en equipo de capital adicional por la vía de la inversión. Ello, deja ver que identificaban al ahorro con la inversión. Sin embargo, esto no nos permite hacer la afirmación tajante de que los economistas clásicos lo concibieran así. No obstante este señalamiento, también es cierto que la ausencia de una explicación clara y coherente sobre el mecanismo que conduce al equilibrio, llevó a los clásicos a analizar las relaciones existentes entre las variables económicas como si estuviesen siempre en equilibrio.

atesoramiento clásico²¹.

3.3 La estabilidad de la tasa de interés real

En la teoría monetaria clásica, la tasa de interés del mercado no está determinada por la cantidad de dinero en circulación; por el contrario, los economistas clásicos sostuvieron una teoría de la tasa de interés real. Bajo ese enfoque, afirmaban que la tasa de interés estaba determinada, en última instancia por las mismas fuerzas reales que determinaban la tasa de beneficio del capital; porque, según los clásicos, en equilibrio ambas tasas son iguales. Según esta afirmación, si suponemos, por ejemplo, una duplicación de M , P se duplicará. Si $M = P$, entonces, $2M = 2P$. Esto es, los individuos ofrecerán y demandarán exactamente el doble del valor de los fondos prestables, de los cuales depende la tasa de interés. Pero aquí es importante señalar que, para los clásicos, es el excedente inicial de la oferta de préstamos el que reduce la tasa de interés. Así, cuando finalmente el nivel de precios se ha duplicado, la cantidad real de dinero existente en la economía no se ha modificado; es decir, es la misma. De tal forma que, la oferta y la demanda de préstamos se interceptan en la misma tasa de interés.

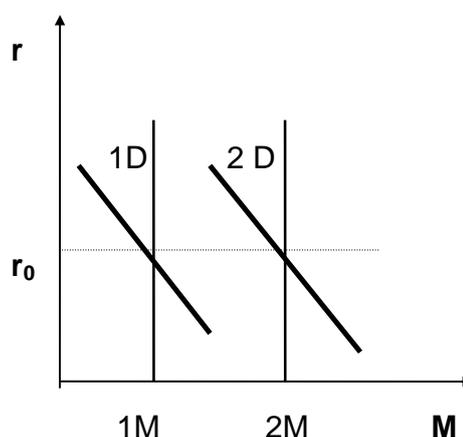
Entonces, cuando los costos se elevan al doble, cualquier nivel de inversión requiere el doble de préstamos monetarios. La tasa de rendimiento no se ve afectada, porque la duplicación de los costos va acompañada de una duplicación de los rendimientos monetarios esperados. De la misma forma, la tasa de rendimiento de la inversión no se ve afectada, porque la duplicación de los costos va acompañada de una duplicación de los rendimientos monetarios esperados. Este mecanismo supone que, cuando el dinero adicional ha sido absorbido en la circulación por el incremento de los precios, los individuos aumentan su demanda de préstamos en la misma proporción en que los bancos aumentaron

²¹ Suponemos esto debido a que el exceso de ahorro deseado sobre la inversión deseada en el análisis moderno, produce los mismos efectos económicos que un incremento del atesoramiento en la economía clásica.

originalmente su oferta, lo que explica que en última instancia, la tasa de interés real se mantenga constante (ver el Gráfico 1).

Como se observa, la curva de la demanda de dinero del mercado en relación con la tasa de interés tiene una inclinación negativa, pero la curva de equilibrio del mercado; esto es, el punto de intersección de todos los equilibrios de la demanda y de la oferta es siempre horizontal. Un individuo demandará más dinero cuando baje la tasa de interés, si todo lo demás permanece igual, incluidos los precios absolutos.

Gráfica 1



Pero si el individuo conserva dinero simplemente para realizar transacciones de cierto valor real, deseará conservar exactamente el doble de dinero a una tasa de interés dada cuando los precios se hayan duplicado. Si suponemos ese comportamiento para el conjunto de los individuos, llegamos a la conclusión tradicional de la teoría clásica, de que la tasa de interés es constante ante la oferta monetaria. Esta es la teoría pura de la tasa de interés real sostenida por los economistas clásicos.

En el modelo de Keynes, la duplicación del acervo monetario no duplica el nivel de precios, pero sí afecta la tasa de interés. Esto se explica por el hecho de que la función de demanda de dinero de Keynes, en particular la demanda por motivos

especulativos, contiene “una ilusión monetaria”; esto es una tendencia a reaccionar ante los cambios en los saldos monetarios. Por lo tanto, los postulados de la escuela clásica no son válidos cuando existe una “ilusión monetaria”, ya sea en el mercado de dinero, en el mercado de préstamos o en los mercados de bienes.

3.4 Ahorro forzoso e incremento en los precios

De la misma forma, si el aumento del dinero no se distribuye en la misma proporción a las tenencias iniciales de dinero de los individuos, el argumento pierde toda validez. Por ejemplo, si el incremento del dinero va a parar a las manos de los capitalistas, que tienen una propensión al consumo relativamente baja, el aumento de los precios alterará la composición de la producción total, en favor de los inversionistas, y hará que la tasa de interés baje permanentemente²². En consecuencia, es muy probable que los economistas clásicos aceptaran que cierta clase de inyección de dinero puede “crear capital”, y bajar así permanentemente la tasa de interés. En todos estos casos estaríamos frente a una situación de “ahorro forzado”, una posibilidad admitida generalmente, aunque con diversos grados de insistencia, por todos los economistas clásicos.

La teoría del “ahorro forzado” fue una de las numerosas contribuciones teóricas de la controversia metalista. La argumentación de la misma es muy sencilla. Si suponemos que hay una oferta excedente de préstamos en una economía plenamente empleada, derivada de una inyección de dinero o de la reducción de los saldos ociosos, de tal forma que la inversión ya no está limitada por las decisiones de ahorro voluntario de los receptores de ingresos, ello conduciría a una baja en la tasa de interés del mercado y a un incremento en la demanda de fondos de inversión. Pero, si el acervo de capital está utilizado a toda su capacidad, ¿de dónde provendrán los recursos reales requeridos para la inversión? Si tales recursos no provienen del ahorro voluntario, deben provenir del

²² Este es el efecto que explicó Cantillon. En páginas anteriores no referimos a éste como el *Efecto Cantillon*.

ahorro involuntario. Esto último, es precisamente lo que ocurre. La formación adicional de capital se financia con los recursos que se extraen de manera forzosa a los receptores de ingresos fijos, mediante el aumento en los precios²³.

Fue Ricardo el único de los economistas clásicos que se resistió a aceptar esta tesis. Ello es explicable si recordamos las severas críticas que hizo al Banco de Inglaterra por emitir billetes en exceso; de ahí que era poco probable que aceptara que la inflación pudiera aumentar en términos reales. Sin embargo, sí admitió que un aumento del papel moneda pudiera redistribuir el ingreso en favor de los empresarios si los precios aumentan más de prisa que los salarios. Esto no equivale exactamente al “ahorro forzado”, porque en este caso el ahorro es perfectamente voluntario. En efecto, para Ricardo el ahorro forzado sólo era posible en el corto plazo, pues argumentaba que el freno impuesto al consumo hace aumentar el precio de los bienes de consumo; limitando así el grado en que la oferta excedente de fondos se convierte efectivamente en un aumento de la inversión real. Además, decía que a medida que aumentan los ingresos monetarios en el proceso inflacionario, el aumento en la demanda de bienes de consumo trasladará de nuevo los recursos hacia el sector de bienes de consumo²⁴.

En general, podemos decir que la inflación promueve el crecimiento de la producción real al estimular la utilización de los recursos productivos ociosos. Pero en condiciones de pleno empleo, la teoría del ahorro forzado tiene poca importancia; sin embargo, la mayoría de los economistas clásicos, incluyendo a Ricardo, aceptaron la posibilidad de un efecto, aunque fuese pequeño, de la expansión monetaria sobre la tasa de interés a largo plazo; y por tanto, sobre la

²³ Thornton se refiere al ahorro forzado como el “desfalco del ingreso”; Bentham lo llamó “frugalidad forzada”; Malthus lo denominó “capital ficticio”; y Mill lo calificó como “acumulación forzada”. Después de Mill, fue denominado “ahorro forzado” por Wickseil; “restricción automática” o “carencia impuesta” por D. H. Robertson; e “impuestos reales” o “manipulación de contratos” por Pigou. Independientemente de la denominación que cada uno le dio, todos estos teóricos coincidieron en su significado monetario.

²⁴ Es claro que la teoría del ahorro forzado resulta más convincente a medida que sea más elástica la oferta de bienes de consumo, más elástica la oferta de factores productivos, más gradual la inyección de dinero y mayor el número de receptores de ingresos fijos.

tasa de rendimiento del capital real. Si bien hubo desacuerdo sobre la importancia del *Efecto de Cantillon*, Ricardo y John Stuart Mill minimizaron dicho efecto, ello, sin embargo, no significó un rechazo a la validez parcial de una teoría monetaria del interés.

Podemos decir que la confusión en la teoría monetaria clásica se desprende de la conclusión, derivada del análisis de estática comparada, de que los precios relativos no se ven afectados en el equilibrio por la cantidad de dinero, cuando el dinero se inyecta al sistema en forma neutral, y de las aseveraciones que niegan que una inyección de dinero pueda tener efectos positivos sobre el volumen de la producción. Cuando se afirma que la cantidad de dinero no afecta a los precios relativos, no significa necesariamente que se acepte la ley de Say. Tanto Ricardo como Mill hicieron tales afirmaciones cuando analizaban la determinación de los precios relativos; sin embargo, en otras partes de sus obras, a veces pocas páginas adelante, analizaron la tendencia temporal entre dos equilibrios, donde los precios relativos, incluida la tasa de interés, se ven perturbados por una inyección de dinero. Esto deja ver que Ricardo, a excepción de Mill, no aceptó el problema en su conjunto, lo que lo condujo a plantearlo de manera confusa e incluso contradictoria. No obstante ello, debe reconocerse que siempre que analizaron explícitamente el problema de la igualdad de Say, los economistas clásicos, al igual que Ricardo, lo abordaron de manera formal válida, aunque incompleta.

Los mercantilistas formularon una teoría monetaria del interés, en tanto que la escuela clásica construyó una teoría real del interés; pero ¿quién estaba en lo correcto? Ahora podemos decir que ésta era una falsa controversia, porque la interrogante implicaba la separación del proceso de determinación de los precios. Si la tasa de interés en cuestión es una tasa de interés de equilibrio, no cabe duda que ésta se determina en los mercados “reales” (de bienes), y no en el mercado monetario; además, la teoría monetaria clásica del interés es más general, porque incorpora todos los elementos de una teoría real y una teoría monetaria; mientras

que una teoría monetaria, bajo un patrón oro, deja indeterminada la cantidad de dinero, y no se relaciona con los mercados de bienes. En este sentido, los avances en la discusión de la teoría de la tasa de interés real de Cantillon, Hume y Turgot representaron un gran avance.

4. John Stuart Mill. El puente metodológico entre los clásicos y la escuela marginalista

A lo largo de la segunda mitad del siglo XIX, la obra de Mill *Principios de Economía Política*, fue el libro de referencia necesaria para los economistas. Si bien hacia 1890, el Tratado de Marshall empieza a desplazar al de Mill en los países de habla inglesa; no obstante, en 1990 la obra de éste seguía siendo el libro de texto básico en las universidades británicas y estadounidenses. La perdurabilidad de ésta obra se explica por la coexistencia en ella de argumentos clásicos y anticlásicos. Representaba la síntesis final de la teoría ricardiana, acompañada de precisiones hechas por los críticos de Ricardo, tales como el “costo real” del capital y el papel de la demanda en la determinación de los precios, dos aspectos básicos en la conciliación de las aportaciones ricardianas con la teoría subjetiva del valor²⁵ En este sentido, podemos decir que fue J. Stuart Mill el que tendió el puente entre los economistas clásicos de la primera mitad del siglo XIX, y los fundadores de la “nueva economía” (la teoría subjetiva del valor) de la segunda mitad del siglo.

Con respecto a la teoría de la tasa de interés, Mill retomó la argumentación de Senior basada en la abstinencia²⁶, que no es una teoría completa del interés; es

²⁵ Blaug, (1985), op. cit., p. 235.

²⁶ Senior se refiere a la abstinencia como lo que puede hacerse si no se consume el ingreso corriente derivado de la propiedad; en cambio, para Mill, a la abstinencia de los individuos les corresponde una remuneración por dejar de consumir su capital. Él afirmaba que, la propiedad confiere al propietario el derecho de consumir su riqueza; si no lo hace se está absteniendo de ejercer tal poder. Cabe señalar que tanto Senior como Mill señalaban que los individuos prefieren el consumo actual al consumo futuro; sin embargo, ninguno de los dos explicó claramente las razones de la “preferencia del tiempo”, pero esta idea ya estaba presente en ellos. Según Mill, los individuos no se abstendrán de utilizar el poder de compra que tienen si no se les asegura mayor consumo en el futuro por cada cantidad entregada en el presente. Insistirán en ganar un interés; y en este sentido, podemos decir que la tasa de interés mide, como lo afirmaba Mill, el valor comparativo asignado, en una determinada sociedad, al presente y al futuro.

simplemente una teoría de la oferta del ahorro, y no relaciona explícitamente la frugalidad con la demanda de inversión, basada ésta última en la productividad.

En el Libro III, capítulo VII, Mill se refiere a los metales preciosos como un medio de cambio, y enuncia la “neutralidad” del dinero en términos poco comprometedores. Pero, en el capítulo VIII, sección 2, afirma que los individuos conservan normalmente saldos monetarios como “una reserva para las contingencias futuras”. Continúa diciendo que, un aumento de la oferta de dinero eleva el nivel de los precios en forma proporcional si no hay “alteraciones de las proporciones de la demanda de diversos bienes”. Como se observa, ésta afirmación implica una “distribución neutral” de la inyección de dinero con respecto a la proporción original de las tenencias de saldos monetarios de los individuos. Mill al igual que Cantillon, señaló que el proceso de incremento de la cantidad de dinero puede alterar los precios relativos. Si se omite esta posibilidad, y a condición de que el único medio de pago sean los billetes y monedas, el valor del dinero varía inversamente con la cantidad de éste en circulación. En el capítulo VIII, sección 3, en la explicación sobre la igualdad $MV = PT$, se excluye el crédito bancario del dinero en circulación; argumentando que las reservas bancarias, compuestas por monedas de curso legal, guardan una relación constante con los depósitos.

Al respecto, Mill señalaba que un incremento en M no eleva los precios si el dinero se atesora, y que un incremento en M que se iguale al crecimiento en T no afecta los precios, lo cual depende de la ley de la oferta y la demanda²⁷. Sin embargo, más adelante, en el capítulo IX, se hace depender el valor del oro y la plata en el largo plazo de sus costos de producción. Al respecto, cabe recordar que la teoría cuantitativa no es incompatible con el “metalismo”; es decir, la teoría del valor

²⁷ En este punto, el mismo Mill consideraba que en la medida que el oro es durable, y dado que el acervo de oro es grande en relación con la producción anual de las minas de oro, tal ajuste sólo ocurre lentamente. De ahí que, el costo de producir oro tenga escasa influencia sobre los precios. Por el contrario, él considera que, éstos están en gran medida, determinados por la cantidad de dinero en circulación. Aunque Mill acepta que en equilibrio a largo plazo, en un país tenderá a circular una cantidad de dinero compatible con el valor del dinero que corresponda a su costo de producción.

trabajo es aplicable al metal monetario. De esta forma, si el precio del oro sube por encima de su nivel “natural”, el nivel de los precios baja, y los productores de oro pueden comprar todos los insumos con menos oro. En consecuencia, la producción de oro se incrementa hasta que el oro retome su valor natural.

En el capítulo X, su preocupación por refutar la afirmación de que la creación de dinero podía generar capital, llevó a Mill a negar cualquier papel del crédito que no fuera el de desviar el capital de un campo a otro; esto es, el supuesto de capacidad plena que ya había descartado²⁸. En el capítulo XI, describe las características de los instrumentos de crédito contemporáneos, retomando numerosas citas de Thornton. En el capítulo XII, demuestra que el crédito bancario provocará efectos sobre los precios iguales a los provocados por un incremento en la oferta de metales, si la oferta de crédito estuviese ligada a la oferta de oro. Según Mill, bajo un patrón de papel convertible, los precios no pueden aumentar durante mucho tiempo sin inducir un flujo compensatorio de oro. Pero, cuando el papel es inconvertible, una circulación elástica puede promover un auge especulativo, como el ocurrido en 1824, que condujo al derrumbe en los años siguientes; según él, éste es el caso extremo de lo que se llama una crisis comercial²⁹. Por último, en el capítulo XII, niega que el control de los billetes tenga un efecto regulatorio efectivo sobre el crédito bancario, afirmación que sostenía la escuela monetarista.

En el capítulo XIII, aborda de manera amplia el tema de las monedas de papel inconvertibles. Al respecto, Mill afirmaba que una moneda convertible no podía emitirse en exceso, porque la ventaja de la conversión de monedas y billetes en metales preciosos la mantiene bajo control. En cambio, decía, que una moneda

²⁸ En su *Essays* de 1844, Mill había aceptado la teoría del ahorro forzado; en la primera edición de *Principios* no menciona dicha teoría. Sin embargo, en la sexta edición, publicada en 1865, añadió una nota de pie de página en la que admite que la inflación puede “crear capital”, aunque el acervo de capital se encuentre utilizado en toda su capacidad, al extraer recursos del sector de lujo y canalizarlos hacia el sector productor de bienes de capital.

²⁹ La crisis de 1847 se debió al aumento de las tasas de interés, provocado a su vez por las grandes extracciones del mercado monetario para financiar el auge de los ferrocarriles y las importaciones sin precedente de trigo.

inconvertible sí podía emitirse en exceso; pero esto provocaba que el precio de mercado del metal precioso se elevara por encima del proceso de acuñación, fijado antes de la suspensión del pago con dicho metal. Este razonamiento es una simple repetición de la argumentación de Ricardo. En ese mismo capítulo, Mill critica los programas del papel moneda con argumentos de estática comparada; para ello, retoma el argumento de Hume y Cantillon que sostenía que un incremento en M puede estimular a T; sin embargo, lo rechaza aduciendo que las ganancias de unos se ven contrarrestadas por las pérdidas de otros. Al respecto, dice “... no hay modo de que un aumento general y permanente de los precios[...] pueda beneficiar a algunos, excepto a expensas de algún otro”³⁰. Sin hacer referencia a la existencia o inexistencia de recursos ociosos, Mill repentinamente introduce un nuevo argumento en favor de la inflación, mismo que no había sido considerado por los economistas del siglo XVIII, el cual sostiene que un aumento de los precios reduce el valor real de las deudas; y por tanto, favorece a los deudores en contra de los acreedores. En este sentido, decía que “la clase productiva [...] tiene en general grandes deudas con la clase improductiva [...] especialmente si se incluye la deuda nacional”³¹. No bien termina de explicar este argumento, Mill lo rechazó, según él, por razones de equidad. Con ello, entra en una grave contradicción, pues se permite que la negación de la doctrina de que “el dinero estimula el comercio” coexista con la aceptación (en una nota de pie de página) del ahorro forzado y del argumento del beneficio de los deudores frente a los acreedores, sin mayor argumentación.

Esta contradicción sorprende por el hecho de que la cuarta edición de *Principios* apareció en 1857, cuando eran claros los efectos que había generado la *Ley Natural de la Extensión del Circulante* (misma que fue decretada como respuesta a los descubrimientos de oro realizados en 1848 en California y Australia) al autorizar un incremento de aproximadamente el 30 por ciento de la acuñación de

³⁰ Blaug, M. (1985), op. cit., p. 259.

³¹ Cabe señalar que este argumento se convirtió en la base de la teoría de la inflación reptante.

oro del Reino Unido. Estos nueve años fueron muy prósperos, y el auge se atribuyó ampliamente a los efectos benéficos de la entrada de oro.

En el capítulo XXIII, Mill aborda el problema de la tasa de interés, afirma que ésta está determinada por la demanda y la oferta de fondos prestables. La demanda de préstamos está integrada por la demanda de inversión, la demanda del gobierno y por la demanda de consumo improductivo por parte de los terratenientes. Por su parte, la oferta está compuesta por el ahorro, los billetes y los depósitos bancarios. En consecuencia, la tasa de interés está sujeta a los cambios en la oferta y la demanda de fondos, independientemente de la tasa de beneficios. A pesar de esta afirmación, Mill no logra deshacerse del error en que cayeron los economistas clásicos, al no distinguir entre la tasa de interés del mercado y el rendimiento del capital, pues Mill consideraba que la cantidad de dinero como tal, no influye sobre la tasa de interés, pero aceptaba que un cambio en la cantidad de dinero altera necesariamente a dicha tasa. Además, afirmaba que la inflación, “mientras está en proceso”, *eleva* la tasa de interés, si dicha inflación es provocada por el financiamiento del gasto público mediante la emisión de papel inconvertible; aunque consideraba que el crédito bancario adicional o una entrada de oro tiende a reducir la tasa de interés. Mill consideraba que, en equilibrio, la tasa de interés del mercado debía ser igual a la tasa de rendimiento del capital; por lo tanto, la tasa de interés está determinada en última instancia, por fuerzas reales.

En cuanto a la ley de Say, en el capítulo XIV, Mill refuta la tesis de la posibilidad del exceso de ahorro. Según él, todos los bienes pueden verse imposibilitados para venderse a precios que cubran sus costos de producción, debido a la incapacidad del poder de compra para absorber la capacidad adicional creada por la rápida acumulación de capital³².

³² Recordemos que, según Mill, durante una “crisis comercial hay realmente un exceso de todos los bienes sobre la demanda monetaria”. En otras palabras, hay una “oferta deficiente de dinero”; este argumento es una clara aceptación de la ley de Walras. En este punto, Mill deja ver su temor por el hecho de que la teoría del ahorro excedente apoye la política restriccionista.

El teórico clásico que hizo la primera presentación coherente de la ley de Say fue precisamente John Stuart Mill³³. En su ensayo *Unsettled Questions of Political Economy*, que fue escrito en 1830, pero publicado en 1840, demostró que la identidad de Say sólo era válida para el dinero contable en una economía de trueque. Al respecto él decía:

*“El dinero mismo debe considerarse como un bien, para que el argumento de la imposibilidad de un exceso de todos los bienes sea aplicable al caso en que se emplee un medio circulante. Debe admitirse sin duda alguna que no puede haber un exceso de todos los demás bienes y un exceso de dinero al mismo tiempo”*³⁴.

Asimismo, Stuart reconoce que, la “utilidad del dinero” consiste en la posibilidad de vender sin tener que comprar :

*“... puede muy bien ocurrir que haya en algún momento dado, una inclinación muy general a vender con la menor demora posible, acompañada de una inclinación general a diferir todas las compras en la mayor medida posible [una demanda excedente de dinero]. Así ocurre siempre en los periodos descritos como periodos de excedente general. Y nadie tras una explicación suficiente, negará la posibilidad del excedente general, en este sentido del término”*³⁵.

5. La controversia entre la escuela monetaria y la escuela bancaria

En los capítulos XXII y XXIV del Libro III, Mill analiza la estabilidad de precios bajo un régimen de dinero de papel mixto. Para entender estos dos capítulos es necesario explicar los antecedentes de la controversia sobre la cuestión de la regulación monetaria, misma que dividió a su generación.

Como vimos Ricardo había afirmado que una moneda mixta de oro y papel debía variar en la misma forma que una moneda puramente metálica, para que respondiera automáticamente a cualquier entrada o salida de oro³⁶. En su época, el hecho de que la emisión de billetes fuera inconvertible hacía obligatorio algún tipo de regulación de la moneda. Con el restablecimiento de los pagos en metales preciosos en 1821, surgió la duda sobre si la convertibilidad en sí era un mecanismo automático de estabilización de la moneda. Ricardo en sus escritos

³³ James Steuart M. y Mc Culloch hicieron referencia a este aspecto en varios puntos de sus obras; al cual se refirieron en algunas ocasiones como la identidad de Say y en otras como la igualdad de Say.

³⁴ Tomado de Blaug, M. (1985), op. cit., p.204.

³⁵ Stuart, Mill J. (1985), *Principios de economía política*, Fondo de Cultura Económica, México, p. 434.

deja ver que no habría tal mecanismo automático. En esta línea de razonamiento, entre 1830-1840, la llamada escuela monetaria (*CurrencySchool*), basada en el “principio del circulante”, y que estaba encabezada por Lord Overstone, Warden Norman y Robert Torrens, se pronunció en favor de una emisión regulada de los billetes que relacionara el circulante con el movimiento de las divisas. En este sentido, estos teóricos recomendaban regular la oferta monetaria, para inducir una disminución en los precios mediante el control del dinero bancario. En otras palabras, plantearon el mecanismo de restricción del crédito bancario, recomendando que el banco central mantuviera su equivalente en efectivo³⁷.

El Banco de Inglaterra se inclinó a favor de esta posición de la escuela monetaria, y aplicó el principio de mantener una relación constante de tenencias de valores (préstamos, inversiones, y papel descontado) con respecto al total de los pasivos. Según ésta Escuela, dicha regla permitía asegurar una regulación automática, ya que tendía a mantener una circulación interna constante, siempre y cuando no se dieran movimientos externos de oro. Esta afirmación se basaba en la noción de que los cambios en los depósitos seguirían a los cambios en la emisión de billetes. De esta forma, la ley del Banco de Inglaterra de 1844 lograba el mismo efecto al controlar la emisión de billetes en manos del Banco, y limitar el poder de la emisión contra los valores a una cantidad fija, por encima de la cual sólo podrían emitirse billetes a cambio de oro y plata³⁸.

Opuesta a la escuela monetaria se encontraba la escuela bancaria (*Banking School*), cuyos miembros más prominentes fueron Tooke y Fullarton. Ésta Escuela negaba la posibilidad de una emisión excesiva de papel moneda convertible, porque “las necesidades del comercio” regulaban automáticamente el volumen de los billetes emitidos. Por tanto, no era necesario un control legal del circulante mientras se mantuviera la convertibilidad; además, se argumentaba que el uso de

³⁶ A esta afirmación se le conoce como *el principio monetario* de Ricardo.

³⁷ Wray, L. Randall (1990), *Money and Credit in Capitalist Economies*. The endogenous money approach, Edward Elgar, Great Britain pp. 102-106.

los depósitos bancarios, letras de cambio y otras formas de crédito como sustitutos de los billetes del Banco, anularían cualquier esfuerzo del Banco por controlar la oferta monetaria a través del control de los billetes solamente³⁹. Afirmaba que era casi imposible que la autoridad monetaria pudiera controlar de manera efectiva la cantidad de préstamos que los bancos otorgaban. En este sentido, consideraba que si se cumplía el *principio bancario*, no era necesario dicho control; esto es, que mientras se asegurara la convertibilidad, cualquier exceso en los préstamos bancarios tendería a corregirse automáticamente. Así, el exceso en los montos de préstamos y depósitos bancarios conduciría automáticamente a su conversión en dinero metálico, obligando con ello a los bancos a disminuir sus préstamos. Como se desprende de lo anterior, para esta escuela el dinero es considerado como un efecto.

Por otra parte, la escuela bancaria sostenía que, sí que los bancos actuaban con prudencia y otorgaban crédito sólo para los bienes en proceso o en tránsito (esto es, en proceso de producción o en tránsito de ser vendidos) era muy probable que ese crédito se auto liquidará. Ello, debido a que los pagarés y depósitos bancarios que entraban en circulación como resultado de los préstamos, desaparecerían automáticamente de la circulación a medida que los préstamos se fueran liquidando; situación que no se presentaba en el caso de los pagarés expedidos por la autoridad monetaria. Cabe señalar que Tooke al igual que John Stuart Mill consideraban que la cantidad de dinero bancario o crediticio reaccionaba lentamente a los cambios en la demanda de créditos bancario.

De lo anterior, se desprende que ambas escuelas no reconocían la necesidad de un manejo discrecional del circulante. La escuela monetaria quería regular la emisión de billetes para dejar libre a la banca central, mientras que la escuela bancaria rechazaba la idea de cualquier control monetario. Ninguna de estas

³⁸ Además, con ésta ley quedaba formalmente separado el Departamento de Emisión del Departamento Bancario, y la función de descuento quedaba liberada de cualquier regulación.

³⁹ Este énfasis de la Escuela Bancaria sobre la estructura global del crédito coincide con el énfasis que se puso sobre el problema de la "liquidez" en el *Informe Radcliffe* de Gran Bretaña en 1959.

escuelas reconoció las funciones esenciales de una banca central, que hoy nos pueden parecer obvias. Detrás de este debate se encontraban importantes diferencias en torno a las características, naturaleza y definición del dinero, las cuales subsisten en la actualidad.

La escuela monetaria afirmaba que sólo el oro y los billetes convertibles eran dinero, y que su circulación total debía reflejar los cambios en la oferta de oro. Al respecto, sostenía que aunque el crédito podía influir sobre los precios tanto como las monedas y el papel moneda, la estructura del crédito no podía separarse durante mucho tiempo de la oferta de oro y billetes del banco central. Según esta escuela, los billetes del banco central eran los instrumentos monetarios básicos porque siempre se demandaban para pagos finales en una crisis⁴⁰; además, afirmaba que la baja velocidad de circulación de los depósitos bancarios y de las letras de cambio hacía de éstos instrumentos de crédito una proporción cuantitativamente poco importante de la oferta monetaria. Esto, deja ver que esta escuela concebía al dinero como una mercancía, por lo general oro o plata, con lo que se ubicaba al dinero como un factor de causalidad. En este sentido, éste fue quizás el primer intento teórico por explicar por qué la oferta de dinero crediticio se comportaba de la misma forma que la oferta de dinero mercancía; es decir, exógenamente. Debe señalarse que esta escuela no distinguió la diferencia entre dinero fiduciario y dinero bancario. Esta confusión surge del error de no considerar el propósito por el cual se expedía dinero bancario; pues mientras el dinero fiduciario es emitido por el banco central para realizar las transacciones de compra-venta de bienes y servicios, el dinero bancario constituye el crédito privado que contraen los bancos o las empresas, con el respaldo de los primeros. Por su parte, la escuela bancaria insistía en la diversidad de las fuentes del crédito y en la necesidad de controlar no sólo el dinero propiamente (billetes del Banco), sino también los cuasi-dineros. Esta conclusión resulta importante y pertinente en la actualidad, debido al debate actual sobre los efectos de los intermediarios

⁴⁰ Ya antes, Thornton y el *Informe sobre los Metales Preciosos*, habían afirmado que las emisiones de los bancos del país estaban gobernadas fundamentalmente por los billetes del Banco de Inglaterra.

financieros en la política monetaria. Al respecto, esta escuela sostenía que la masa de circulante mixto se expande y contrae de acuerdo con las necesidades de los negocios, debido a que los activos de un banco están constituidos normalmente por “cuentas reales”⁴¹.

La escuela bancaria se refiere a las cuentas reales en términos de la “ley del reflujo”, el cual afirma que si los bancos no aplicaran las políticas de las cuentas reales, y prestaran a plazos largos o para fines especulativos, el aumento en los precios haría que la “emisión excedente” regresase a los bancos, mediante el pago de los préstamos o su conversión a metales preciosos. La ley del reflujo asegura así la imposibilidad de una inflación producida por la expansión excesiva del crédito bancario.

Si bien algunos exponentes de la doctrina de las cuentas reales aceptaron que los préstamos concedidos por el banco central al gobierno podrían ser inflacionarios; no obstante, ellos consideraban que un aumento de los precios no se veía precedido necesariamente de un aumento del medio circulante, sino por el contrario, un aumento del circulante conduce a un aumento de los precios. En esta línea de análisis se ubica a Thomas Tooke.

La mayoría de los argumentos válidos en contra de la doctrina de las cuentas reales ya habían sido expuestos por Thornton en su libro *Nature of the Paper Credit* (1802). En esta obra ya se contemplaba el hecho de que un mismo producto podría venderse varias veces, y cada venta originaría una nueva cuenta real, con lo que la oferta monetaria podría expandirse muy por encima de las necesidades de los negocios, aunque cada préstamo se haga sobre el papel comercial a corto

⁴¹ Recuérdese que estos argumentos ya habían sido expuestos por A. Smith, cuando afirmaba que la función de la banca era el ahorro del acervo de los metales preciosos, y que el papel moneda no podía superar jamás el valor del oro y la plata, pues aquél simplemente estaba realizando la función del oro. Él suponía que, el papel excedente se dirigiría al exterior o sería presentado a los bancos en pago del oro. Estos argumentos se encuentran claramente en la *Riquezas de las Naciones*, los cuales fueron criticados por Thornton, Ricardo y el *Comité de los Metales Preciosos* por ser considerados la posición tradicional de los directivos del Banco de Inglaterra.

plazo. Por otra parte, se contemplaba la posibilidad de que los banqueros enfrentaran dificultades para distinguir entre las cuentas reales y las especulativas, aunque generalmente consideraban los préstamos a sus clientes como el menos líquido de sus activos. En consecuencia, el volumen corriente de las cuentas no es una función solamente del volumen de las transacciones, sino también del plazo de las cuentas; esto es, de la velocidad de circulación.

Dado que las cuentas comerciales son cuasi-dineros, una cuenta puede gastarse varias veces durante su vida; y cada vez que se gasta actúa sobre los precios; además, como la velocidad de circulación del dinero tiende a aumentar durante un auge, la concesión de préstamos bancarios en términos de cuentas reales, origina que la relación de cuentas a circulante aumente en el momento en que la oferta monetaria debiera contraerse. En la medida que los préstamos aumenten los ingresos monetarios, la demanda de bienes se incrementará, lo cual justificará el préstamo pasivo adicional. En consecuencia, no puede lograrse la estabilidad en la cantidad de dinero o en el volumen del crédito mediante la reestructuración de los descuentos a las cuentas reales. Cabe señalar que en este análisis de las cuentas reales está ausente la tasa⁴² a la que se descuentan los documentos, reales o no. Por ello, siempre podrá inducirse una expansión de los préstamos mediante una reducción de la tasa bancaria o mediante su congelación, cuando los beneficios están aumentando⁴³.

Regresado a la posición de John Stuart Mill en torno a la regulación monetaria, él apoya la doctrina de las cuentas reales al afirmar que la ley del reflujo era lo “más cercano a la verdad” comparada con la teoría del circulante⁴⁴. Como vimos, en los capítulos XIII y XXII había señalado que la emisión excesiva de una moneda

⁴² Al respecto, tanto Ricardo como Thornton ya había criticado esta ausencia en la ley del reflujo. Según ellos, la tasa de interés del mercado es el eslabón que vincula al dinero con los precios. Afirmaban que a cualquier tasa bancaria menor que la tasa de equilibrio a largo plazo, la demanda de préstamos y descuentos es insaciable. La restricción de los préstamos o descuentos al papel comercial de buena fe no constituye un freno para el exceso de emisión, ni siquiera cuando la moneda sea convertible.

⁴³ A pesar de esta refutación que Thornton hizo a la ley del reflujo, la doctrina de las cuentas reales sobrevivió hasta 1913, año en que la ley de la Reserva Federal la invalidó.

⁴⁴Stuart, Mill John, (1985) Libro III, capítulo XIV, sección 2

convertible conduce a la salida de oro por la vía de un déficit en la balanza de pagos, o a la fundición de las monedas para usos industriales, inducido por el aumento del precio del oro industrial en relación con el valor monetario fijo del oro acuñado. Pero, esta afirmación es corregida en el capítulo XXIV, cuando Mill distingue dos estados del mercado: el “estático” y el “especulativo”. En el estado estático, según Mill, la ley del reflujo se convirtió en un freno automático contra el exceso de emisión; pero en el estado especulativo, cuando todos esperan que los precios aumenten, el crédito bancario puede aumentar sin límites, a pesar de que los bancos apliquen únicamente la regla de las cuentas reales⁴⁵.

Si bien Mill consideraba la objeción de Tooke y Fullaton en el sentido de que las compras especulativas se financian normalmente con cheques, y que la emisión de billetes empieza a expandirse sólo después de que los precios han aumentado; no obstante, Mill afirma que cuando la especulación ha pasado de los comerciantes a los productores, el volumen de los billetes del banco central empieza a aumentar, y es sólo entonces cuando se inicia el incremento de la inflación. De esta forma, Mill establece una especie de nexo entre los argumentos de la escuela bancaria, válidos para los “estados estáticos” del mercado, y los de la Escuela Monetaria, válidos para los “estados especulativos” del mercado. Pero, a pesar de esto, Mill se inclina a favor de la escuela bancaria ; esto es, a favor de A. Smith y en contra de Thornton y Ricardo, según se desprende de la evaluación negativa que hace de la ley del Banco de Inglaterra de 1844. Aunque en los comentarios sobre el estado especulativo, acepta la crítica de la escuela monetaria en contra de la doctrina de las cuentas reales.

Podemos decir que las aportaciones de los primeros monetaristas (Hume, Ricardo, etc.) constituyen los antecedentes históricos del monetarismo, que al discrepar con los argumentos de la Escuela Bancaria, dieron lugar a las primeras aportaciones de la teoría de la oferta monetaria endógena.

⁴⁵ Stuart, Mill J. (1985), op. cit., en particular, ver los capítulos correspondientes al Libro III.

MONEDA, DINERO Y CRÉDITO
LA CONTROVERSIAS TEÓRICA MONETARIA
LA VIEJA Y LA NUEVA DISCUSIÓN

SEGUNDA PARTE

TASA DE INTERÉS, DINERO Y CRÉDITO
LAS APORTACIONES PREKEYNESIANAS Y EL ENFOQUE
NEOCLÁSICO.

CAPÍTULO III

CAPÍTULO IV

CAPITULO III

ANTECEDENTES ANALÍTICOS PREKEYNESIANOS WICKSELL, THORNTON Y HAWTREY

En su artículo "Mr. Keynes and The Classic" (1937)¹, Hicks replanteo la teoría de Keynes de la preferencia por la liquidez en un marco walrasiano, donde demuestra que la tasa de interés de equilibrio en el mercado monetario, es la que permite la compatibilidad entre las decisiones de ahorro con las de inversión. El modelo IS-LM, como se le denominó a dicho replanteamiento, se convirtió rápidamente en la versión más difundida y aceptada de la teoría keynesiana; pero a la cual se han opuesto todos aquéllos teóricos que consideran que Keynes construyó una teoría original de la tasa de interés, distinta tanto de la tradición marshalliana como del enfoque walrasiano del equilibrio general. Para estos estudiosos, el enfoque de Keynes no puede reducirse a la interpretación de Hicks, o a cualquier otra que se derive directamente del enfoque neoclásico. Por ello, consideramos necesario realizar la revisión de las teorías sobre el mercado monetario que anteceden a Keynes, poniendo atención en el tratamiento analítico de la oferta monetaria, el papel del banco central y la determinación de la tasa de interés.

Por su complejidad, consideramos que estos temas no pueden ser analizados únicamente a través de los textos de Keynes, es necesario revisar las explicaciones teórica que le antecedieron. En este sentido, los trabajos sobre la tasa de interés monetaria y la actividad del banco central de Wicksell, Thornton y Hawtrey constituyen un punto de reflexión importante para la teoría monetaria postkeynesiana.

La elección de estos tres teóricos fue impuesta por el tema y el periodo. En el caso de Knut Wicksell, es el autor de la tentativa de síntesis más lograda dentro de la tradición monetaria del siglo XIX. Su teoría monetaria recoge de manera clara, la

¹ Existe una versión en español en Mueller, M. (1985). *Lecturas de Macroeconomía*, CECSA, México, pp. 143-152.

herencia de la teoría cuantitativa compartida por la escuela clásica y neoclásica. Según Patinkin, Wicksell fue el único autor que entendió que la elasticidad unitaria es contradictoria con la teoría de los saldos reales². Por otro lado, al reformular la teoría cuantitativa, Wicksell plantea el argumento de una articulación entre la tasa de interés monetaria y la tasa de interés natural; la primera girando en torno de la segunda, siendo esta última la tasa de referencia³.

Por su parte, Henry Thornton es considerado por la mayoría de los historiadores del pensamiento económico como el primer teórico del banco central, ya que fue el primero en proponer el manejo de la tasa de descuento como instrumento de regulación monetaria. Es contemporáneo de Ricardo y, junto con él, fundador del pensamiento dominante en el siglo XIX.

Por último, Ralph George Hawtrey, quien también es un teórico del banco central, pero de inicios del siglo XX, desarrollo tesis que influyeron de manera profunda en el pensamiento y práctica monetaria de la Inglaterra de los años veinte. Su teoría se desliga de la tesis wickselliana de una tasa de interés monetaria girando en torno a una tasa de ganancia determinada en el sector real de la economía; por el contrario, Hawtrey propone una teoría puramente monetaria de las fluctuaciones económicas. En este sentido, se anticipa a Keynes, con quien mantuvo correspondencia antes y después de la publicación de la *Teoría General*. Cabe recordar que él desempeñó una influencia importante en la política inglesa de la posguerra y en los acuerdos internacionales posteriores a la desaparición del sistema del patrón oro.

A pesar de las diferencias analíticas, Wicksell, Thornton y Hawtrey coinciden en la aceptación de la teoría cuantitativa, aunque cada uno realiza intentos por modificar su formulación original. Thornton pretende corregir la exposición de Adam Smith; Wicksell la de Ricardo y Hawtrey la de Fisher. En los tres casos, se cuestiona la

² Ver Patinkin, D. (1956). "Wicksell's cumulative process", *The Economic Journal*, diciembre.

³ De acuerdo con Patinkin, esto permite a Wicksell dejar al descubierto los problemas de una teoría del capital separada de una teoría de la tasa de interés monetaria.

velocidad de circulación de la moneda, ya que para los tres el crédito desempeña un papel central, desde diferentes ángulos, según cada autor. En este aspecto, la tasa de descuento es para los tres teóricos, un instrumento clave de la regulación monetaria; asimismo, todos otorgan un papel decisivo al banco central en el funcionamiento del sistema económico.

Si bien los tres autores fueron partidarios de la teoría cuantitativa, ello no impidió que realizaran planteamientos opuestos a los sostenidos por el pensamiento dominante. En el caso de Thornton, relacionaba la tasa de interés con la cantidad de moneda y otorgaba al banco central un papel activo en el fomento de la actividad económica. Con este planteamiento se oponía al pensamiento de Smith, según el cual la tasa de interés es una variable del sector real de la economía y; por tanto, no puede ser influida por las modificaciones en la cantidad de moneda. El papel activo que Thornton asigna al banco central, también se opone a la tradición smithiana, que concibe a los bancos como agentes pasivos en su función de intermediación en el mercado de capitales.

Por su parte, Wicksell realiza una distinción entre la tasa de interés monetaria y la tasa de interés natural, oponiéndose así a que dichas tasas sean asimiladas. Otorga cierta especificidad a la tasa natural al ubicarla dentro de un proceso de "gravitación", como el planteado por los economistas clásicos en su teoría de la competencia. Pero ello no significa que Wicksell abandone la tesis clásica, según la cual la tasa de interés de referencia sigue siendo determinada al margen de las perturbaciones monetarias; no obstante, trata de formular una teoría unificada de la moneda y del capital, en donde la tasa de interés monetaria ya no es asimilada a la tasa natural.

En el análisis de Wicksell, el banco central se mantiene como un agente pasivo, pero ésta pasividad importa en el momento de esclarecer los fenómenos monetarios, lo cual se expresa en las alzas y bajas acumulativas de los precios. Por último, Hawtrey se centra más en los aspectos no resueltos por Thornton que

en el debate abierto por Wicksell. Para él, el banco central desempeña un papel importante en la orientación de la actividad económica, y construye una teoría de la tasa de interés monetaria, sólo esbozada por Thornton. La teoría monetaria de Hawtrey se basa en una noción de unidad de cuenta que se opone a la noción de moneda-mercancía. La tasa de interés monetaria varía, no en torno de una tasa de referencia como lo plantea Wicksell, sino en función de las exigencias planteadas por la estabilidad del patrón monetario. En consecuencia, según Hawtrey, el objetivo del banco central no consiste en alcanzar el nivel de la tasa natural, sino fundamentalmente lograr la estabilidad del nivel general de precios. Con esto, Hawtrey estaba proponiendo; por un lado, una teoría monetaria de las fluctuaciones económicas; y por el otro, postulaba otros objetivos de política económica, como mantener un determinado nivel de inversión, empleo, etc.

Como vemos, la revisión de las teorías monetarias de estos tres autores, en particular las referentes a la naturaleza puramente monetaria de la tasa de interés y al papel activo del banco central en relación con la estabilidad del nivel de precios, nos permitirá ubicar a Thornton y a Hawtrey como los precursores de la teoría de Keynes, y no a Wicksell, como muchos autores han sostenido. Dicho en otras palabras, y según Ricardo Solís⁴, la secuencia que se inicia con la teoría de los fondos prestables, y que se enriquece con la teoría de la preferencia por la liquidez, para dar origen al modelo IS-LM, sólo representa una de las posibles lecturas de Keynes. Otra consiste en ubicar a Keynes en la tradición clásica inglesa representada por Thornton y Hawtrey, la cual puede aportar elementos analíticos que permitan replantear la teoría de Keynes en un marco diferente al de la *síntesis neoclásica*. Y, en este sentido, sustentar los avances que la escuela postkeynesiana ha venido realizando en los últimos veinticinco años.

Bajo esta perspectiva, éste capítulo se estructuró en tres partes. En cada una de ellas se aborda de manera breve, las principales aportaciones teóricas de

⁴ Ver Solís, R. Ricardo (1999). *Banco central y tasa de interés*, Universidad Autónoma Metropolitana-Iztapalapa/Instituto Politécnico Nacional, México, p. 8.

Wicksell, Thornton y Hawtrey, respectivamente. Centrándonos en la determinación de la tasa de interés monetaria, el papel del banco central y el funcionamiento del sistema bancario. Con ello, pretendemos aportar algunos elementos analíticos sobre la teoría monetaria prekeynesiana, fundamentales para comprender las aportaciones de Keynes, así como las interpretaciones que de él se han realizado.

1. KNUT WICKSELL

LA DETERMINACIÓN DE LA TASA DE INTERÉS: UN PROCESO ACUMULATIVO

Wicksell afirmaba que la organización del crédito en las economías modernas había transformado la naturaleza y las prácticas de los fenómenos monetarios de las etapas anteriores del desarrollo, pues la utilización de los instrumentos fiduciarios y de los mecanismos bancarios de compensación ha permitido superar los límites propios de esas etapas. En efecto, el crédito interpersonal característico de esas etapas limitaba las operaciones financieras a la capacidad de ahorro de los individuos aislados; en cambio, la centralización del crédito y las mejoras en la administración de las reservas metálicas en los sistemas bancarios modernos ha dado al sistema de crédito y, en general al sistema de pago, una flexibilidad casi ilimitada.

Estos cambios abrieron a los bancos centrales la posibilidad de realizar operaciones activas sin las restricciones impuestas por los ahorros reales disponibles; esto es, el banco central podría aumentar o inmovilizar una parte del crédito disponible en la economía. Según Wicksell, la posible divergencia entre los ahorros reales y el financiamiento otorgado por el sistema bancario se debe a la diferencia entre la tasa de interés monetaria y la tasa de interés natural. Diferencia provocada, según él, por el retraso del banco central para reajustar su tasa de descuento, después de una variación de la tasa monetaria.

1.1. Antecedentes analíticos y contexto histórico

Las circunstancias económicas y monetarias que constituyen el contexto histórico en el cual fue escrita la obra *Interest and prices* (1898) por Wicksell, se caracteriza por la tendencia de los precios a la baja, exactamente lo contrario de lo que caracterizó al periodo de los escritos monetarios de Ricardo. Efectivamente, desde 1872 los precios presentaban una tendencia a la baja. El abandono del

bimetralismo como sistema-patrón por varios países europeos, y las fuertes variaciones del precio de la plata convulsionaron las relaciones económicas internacionales.

Mientras Ricardo escribía sus trabajos más importantes sobre cuestiones monetarias, en un contexto de alza de precios; los economistas de finales del siglo XIX intentaban explicar el fenómeno de la baja acumulativa de los precios. En este ambiente, el planteamiento de Wicksell se opone a la tesis clásica, según la cual la baja de los precios se debe al aumento de la producción que es insuficientemente compensada por la oferta de moneda nueva. De acuerdo con esta tesis, el descenso en los precios provoca una disminución de la tasa de ganancia y, por consiguiente, de la tasa de interés prevaleciente en el mercado monetario. En un contexto como éste, el banco central, como núcleo del sistema de crédito, sólo puede seguir la tendencia impuesta por las condiciones generales de la economía.

En este debate participó Alfred Marshall, quien afirmaba que en el largo plazo se impondrían las leyes económicas sobre el poder del Banco de Inglaterra en lo referente a la fijación de la tasa de interés. A largo plazo, la tasa de descuento, según Marshall, solo puede adaptarse a la tendencia dictada por la tasa media de ganancia, la cual depende a su vez de las condiciones generales del mercado, permaneciendo al margen de los aspectos monetarios.

Entonces, la baja de la tasa de descuento registrada durante el periodo de deflación fue, de acuerdo con Marshall, una consecuencia natural de la baja de la tasa de ganancia. La disminución acumulativa de los precios que resulta de ello, se explica por el funcionamiento de las leyes que regulan el mundo real; y en este sentido, la moneda no es más que su expresión. Sin embargo, Marshall considera que en casos excepcionales y, siempre a corto plazo, la tasa de descuento puede gozar de autonomía con respecto a la tasa de interés real, ya que en esas circunstancias, el largo plazo, el banco central puede fijar una tasa de descuento más baja o más elevada que la tasa real, para detener un movimiento de alza o de

baja de los precios, según sea el caso. De ahí que, según Marshall, la diferencia entre las dos tasas es posible; ante lo cual el banco central cuenta, en el corto plazo, con un margen de maniobra para ajustarlas.

El análisis de Wicksell en torno al papel del banco central y de la tasa de interés monetaria, se sitúa en esta línea de pensamiento trazada por Marshall. Aunque aquél se proponía sentar las bases teóricas (mediante la integración de los aspectos monetarios al análisis de las mercancías y el capital) de una política económica que condujera a la estabilidad del nivel general de los precios y, en consecuencia, a la estabilidad del valor de las monedas. Según Wicksell, la relación entre la tasa de descuento (fijada por el banco central) y la tasa de ganancia (determinada por el funcionamiento del mercado de capitales) constituye el punto central del debate. En este aspecto, él compartió el criterio de Marshall, aunque considera que es Ricardo quien sentó las bases de este análisis.

Al respecto, según Wicksell, en sus escritos Ricardo muestra de manera clara la relación “directa” entre la cantidad de billetes y su depreciación con relación al oro. Pero, Ricardo, al igual que otros partidarios de la teoría cuantitativa de la moneda, había dejado de lado una relación que, según Wicksell, es crucial en el análisis, la relación entre la tasa de descuento y el nivel general de los precios. Al asimilar la tasa monetaria a la tasa real, Ricardo no pudo percibir la especificidad de la primera, situación que le impidió ubicar el papel indirecto desempeñado por la tasa de descuento en la estabilidad del valor de la moneda. De esta forma, la teoría cuantitativa de Ricardo, según Wicksell, fue formulada de manera mecánica⁵.

1.2. La crítica a David Ricardo

De acuerdo con Ricardo, el Banco de Inglaterra se valió del establecimiento del curso forzoso para emitir en exceso billetes. Esta política provocó la depreciación de la moneda, que se vio reflejada en el establecimiento de una prima sobre el

⁵ Solís, R. R. (1999), op. cit., p. 16.

lingote. Así, en el momento en que ya no fue obligatorio pagar los billetes en metal, los directores del Banco pudieron influir sobre el precio del dinero, mediante variaciones arbitrarias en la cantidad de moneda en circulación. El ejercicio de ese poder provocó el alza de los precios y en consecuencia, la depreciación de la moneda⁶.

Así, una política de emisión de billetes demasiado liberal, genera una baja en el valor de la moneda, ya que afecta tanto a los billetes como a las piezas metálicas que componen la masa monetaria en circulación. Según Ricardo, si la masa monetaria está compuesta por piezas metálicas y por billetes, y el banco decide emitir una cantidad suplementaria de éstos, el valor de todos los instrumentos en circulación disminuye o, en otras palabras, los precios de las mercancías aumentan, ya sea que éstos se expresen en piezas metálicas o en billetes bancarios⁷.

La diferencia esencial entre billetes y piezas metálicas, de acuerdo con Ricardo, estriba en que las piezas metálicas pueden ser exportadas bajo la forma de lingotes, en tanto que los billetes sólo pueden circular en el interior del país emisor. En una situación de convertibilidad y de libre circulación de los metales, la exportación de oro excedentario debido a una emisión extraordinaria, constituye el mecanismo natural mediante el cual se mantiene el valor de la moneda dentro de los puntos de oro. Por ello, las variaciones en el valor de la moneda son relativamente bajas. En cambio, en una situación de curso forzoso, en donde se prohíbe la exportación de piezas fundidas, el mecanismo natural no interviene. Esto explica que el banco central emita sus billetes con mayor flexibilidad, y su depreciación no tenga límites. La pérdida en los intercambios y la depreciación interna son directamente proporcionales al exceso de billetes emitidos por el

⁶ Las piezas metálicas también pueden depreciarse por el desgaste que provoca su uso, por ello, es necesario evitar este desgastamiento, ya que la limitación de su cantidad se realiza en el mercado en un régimen de libre acuñación. En el caso de los billetes no convertibles, la estabilidad del nivel general de los precios requiere una limitación de su cantidad; de lo contrario, según Ricardo, su depreciación será directamente proporcional a su exceso.

⁷ Ricardo, D. (1973). *Principios de economía política y tributación*, Fondo de Cultura Económica, México, p. 268.

banco.

En una situación normal, esto es, cuando está vigente la ley de la convertibilidad de los billetes en metálico, la aparición de una prima sobre el lingote conduce al banco a reducir sus emisiones y, en consecuencia, a reestablecer el nivel general de precios. En este caso, según Ricardo, el banco no tendrá el poder extraordinario que resulta del curso forzoso, mismo que le permite fijar arbitrariamente el valor de la unidad monetaria y, por ende, el nivel de los precios de las mercancías.

Ante esta situación, Ricardo propone una reducción en la cantidad de billetes en circulación, proporcional a su depreciación y el restablecimiento de los pagos de los billetes en metálico. Esto no significa que la convertibilidad garantice a los billetes su equivalencia con el metal, sino porque el pago en metálico constituye un medio práctico para limitar la cantidad de billetes emitidos. En consecuencia, no es necesario que los billetes del Banco de Inglaterra sean convertibles a piezas metálicas para asegurar su valor; es la limitación de su cantidad la que garantiza ese resultado. En este sentido, según Ricardo, las piezas metálicas podrían ser eliminadas de la circulación, y el pago podría realizarse en lingotes.

Esta modalidad de la convertibilidad de los billetes, concluye Ricardo, no altera las ventajas de la circulación fiduciaria, pero sí permite establecer un mecanismo de control de la cantidad de billetes emitidos. En estas condiciones, la circulación fiduciaria será regulada, según él, como si fuera una circulación metálica; esto es, sujeta a los movimientos del metal con respecto al exterior. En otras palabras, los incrementos de metal provenientes del exterior generarán un aumento del mismo monto en la emisión de billetes del Banco de Inglaterra. Recordemos que es este mecanismo el que dio origen al término “*currency principle*”, que a principios del siglo XIX tuvo en Ricardo a su más férreo defensor, misma que en 1844 se llevó a la práctica por la *Peel's Bank Act*.

A partir del momento en que la cantidad de moneda recupera su nivel de

equilibrio, según Ricardo, la prima sobre el oro desaparece y, por tanto, el comercio exterior sólo incluirá mercancías. El oro-moneda, continúa Ricardo, solo contribuye a facilitar el intercambio. A excepción de esta función de instrumento de circulación, los agentes económicos no tendrán interés en demandarlo.

Para Wicksell, el análisis y la propuesta de política monetaria de Ricardo son correctas, ya que, según él, dicha política garantiza la correspondencia entre el nivel de los precios en Inglaterra y el de los demás países que utilizan el metal como moneda; sin embargo, la considera rigurosa. En palabras de Wicksell:

“... los bancos [según la llamada Currency theory] poseen mediante la concesión de créditos, específicamente por la emisión de billetes, un poder ilimitado para aumentar los medios de circulación y, por consiguiente, para elevar los precios de los bienes. Así, será, en efecto, si los bancos [...], no están obligados a rembolsar sus billetes en metálico. [...], si existe tal obligación [...], en tal caso se aplica a los bancos un poderoso freno [en su actividad de emisión], ya que los precios de los bienes en ese país no podrían elevarse por encima de los precios de los demás países que tienen como medida de valor el mismo metal, pues esto implicaría para el país perder reservas metálicas, obligando a los bancos a restringir el crédito”⁸.

Si bien Wicksell acepta las conclusiones de Ricardo; no obstante, cuestiona los siguientes aspectos: i) la asimilación de los billetes a las piezas metálicas ; ii) la ausencia de una explicación sobre el mecanismo que utiliza el Banco de Inglaterra para introducir una cantidad excesiva de moneda en circulación; iii) la asimilación entre la tasa de interés monetaria y la tasa de interés real; y iv) el análisis ricardiano está inscrito en el marco tradicional de la Ley de Say. Según Wicksell, en el modelo de Ricardo el crédito bancario carece de especificidad, debido a que la introducción de cantidades suplementarias de dinero sigue siendo arbitraria; no se trasciende del sector real de la economía y, por tanto, es imposible esclarecer la naturaleza del desequilibrio monetario. Un elemento adicional que cuestiona Wicksell, es la base metodológica que utiliza Ricardo para medir la estabilidad de la moneda⁹.

⁸ Wicksell, K. (1947). *Lecciones de Economía Política*, M. Aguilar, Madrid, España, p. 337.

⁹ Para ambos teóricos la estabilidad del valor de la moneda es un aspecto central, no solo por razones de justicia entre deudores y acreedores, entre los titulares de ingresos fijos y variables; sino también por el funcionamiento correcto del intercambio, ya que un patrón de medida variable introduce problemas en la circulación, con lo que impide el funcionamiento de las leyes económicas. No obstante esta coincidencia,

Teniendo como referencia estos señalamientos, Wicksell considera que en el marco analítico de Ricardo están ausentes los efectos que generan los instrumentos de crédito en el funcionamiento de la economía, ya que, según él, el análisis de Ricardo supone una masa monetaria puramente metálica. Al respecto Wicksell dice:

“La exposición de Ricardo solo convence en lo concerniente a la relación oro-billetes; es decir, la posibilidad de ser descontado [es decir, de sufrir una depreciación respecto del oro] para éstos [los billetes] de sufrir una depreciación respecto al oro. La relación entre la cantidad de billetes y las variaciones en el nivel de precios no es necesariamente la misma cosa¹⁰”.

Al respecto, Wicksell considera que la explicación de Ricardo es endeble y superficial, ya que éste no explica mediante qué mecanismo el banco puede introducir en la circulación cantidades suplementarias de moneda, y cómo los efectos sobre los precios resultantes obligan al banco, en el caso de una circulación parcialmente metálica, a reequilibrar la situación. En palabras de Wicksell:

existen diferencias entre ambos. La primera diferencia surge en torno a la forma de medir dicha estabilidad. Wicksell considera los precios de un conjunto de mercancías; compara en dos momentos el promedio de los precios, y mide si el valor de la moneda sigue estable o no. Ricardo, por su parte, considera que es una ilusión creer que la estabilidad puede estar garantizada para un conjunto de mercancías; por ello, recomienda seleccionar una de ellas, y entre todas le parece que el oro es la mercancía cuyo valor es más estable. En algún momento, Ricardo opta por la plata debido a que su estabilidad relativa es mayor. Pero, siempre se refiere a una sola mercancía que desempeña el papel de moneda.

Otra diferencia se ubica en la constitución de la circulación interna del metal-moneda. En su modelo, Wicksell supone una circulación interna parcialmente metálica. Para Ricardo este aspecto es secundario; porque, según él, es suficiente con fijar una regla simple: si el precio de mercado del oro lingote es superior al fijado por la casa de moneda, el banco debe reducir sus emisiones de billetes, en una proporción igual a esa depreciación. En consecuencia, para Ricardo, la presencia del oro en el sistema monetario solo se justifica por su papel de freno de la emisión bancaria.

Por último, existe una diferencia entre Wicksell y Ricardo en torno a las medidas que se deben tomar cuando, por la razón que sea, el valor de la moneda ha sido modificado. Ricardo proponía una vuelta a la paridad anterior y, por tanto, una disminución de los billetes en circulación hasta que la depreciación desaparezca. Si bien Ricardo reconoce que ésta es una medida práctica y coyuntural, afirma que, lo fundamental es garantizar en el futuro una emisión de billetes no arbitraria. De tal forma que las variaciones en los precios se limiten a los cambios del valor del metal-patrón de medida, contra los cuales, según él, no hay nada que hacer.

Cabe mencionar que esta propuesta de Ricardo de regresar al valor antiguo de la moneda, con el propósito de reducir los billetes en circulación en proporción a la depreciación existente, fue fuertemente cuestionada. Sus críticos proponían una política no deflacionista porque era menos costosa desde el punto de vista social.

Wicksell por su parte, proponía establecer el valor de la moneda en el nivel alcanzado, independientemente de la diferencia entre ese nivel y el que fuera punto de partida del proceso acumulativo. No está de acuerdo con la política recomendada por Ricardo, de establecer el antiguo nivel de los precios, ya que esto no detiene el proceso acumulativo de alza o de baja de los precios.

¹⁰ Wicksell, K. (1947), op. cit., p. 342.

“La demostración de Ricardo es demasiado endeble e incluso superficial. Deseaba demostrar que una excesiva remisión de billetes y un sobrante efectivo de oro ejercían idénticas influencias sobre los precios de los bienes, describiendo a este fin un campo acuífero imaginario descubierto en los sótanos del Banco de Inglaterra”¹¹

Esta idea de Ricardo de que el Banco podría emitir cantidades ilimitadas de billetes, siempre que lo deseara, queda explícita en la siguiente cita:

“Las solicitudes de dinero hechas al banco dependerán, pues, de la comparación de la tasa de ganancia que puede lograrse con el empleo de éste, y la tasa a la cual está dispuesto a prestarlo. Si carga menos del tipo de interés del mercado, no hay suma de dinero que no pueda prestarse, si carga más que aquella tasa, sólo los pródigos y manirroto podrán solicitarlo en préstamo”¹².

De esta cita se desprende que el dinero a que se refiere Ricardo, es el capital real distribuido en las diferentes ramas de la producción mediante el banco, para garantizar la uniformidad de la tasa de ganancia. El banco no puede mediante su política de emisión modificar la tendencia del mercado de capitales, ya que es imposible que mediante variaciones en la cantidad de moneda el banco influya en el nivel de la tasa de interés vigente en el mercado de capitales. Es poco probable que los banqueros puedan prestar a una tasa de interés diferente a la fijada en el mercado de capitales. En consecuencia, la tasa de descuento del banco no puede ser diferente de la tasa de ganancia media, a la cual se invierten los capitales que el banco hace circular. De aquí se deduce que Ricardo excluye la relación entre la tasa de descuento y la cantidad de moneda¹³ y, por tanto, la relación entre tasa de descuento y nivel general de precios. En este sentido, podemos decir que Wicksell está en lo correcto cuando afirma que:

[...] Ricardo nunca estudio los efectos de una baja de la tasa de descuento sobre la demanda de crédito y sobre el nivel de precios¹⁴

¹¹ *Ibíd.*, p. 342.

¹² Ricardo, D. op. cit., p. 271.

¹³ Para Wicksell, este olvido de Ricardo se explica por el ambiente económico prevaleciente en la época en que Ricardo escribió sus trabajos. A principios del siglo XVIII, la ley vigente contra la usura, obligaba a los bancos a controlar la demanda de crédito solo a través del encaje. El establecimiento del curso forzoso disminuyó las restricciones impuestas por el sistema de libre convertibilidad, mientras que la tasa de interés máxima (5%) se mantenía. La política del Banco de Inglaterra solo se centraba en la cantidad de billetes. Contra esa política de crédito fue que se manifestó Ricardo. Según Wicksell, Ricardo tenía razón al actuar de esa forma, ya que lo importante era limitar el monto del crédito otorgado por los bancos, debido a que el manejo de la tasa de descuento no es más que un medio indirecto para llegar al mismo resultado. Wicksell, (1947), op. cit., p. 343.

¹⁴ *Ibíd.*, p. 343.

Esta laguna analítica constituye el punto central de la crítica de Wicksell, ya que, según él,

*“La formulación de Ricardo deja sin explicar por qué, cómo y hasta qué punto una baja de la tasa de interés provoca el alza de los precios y la salida de metal hacia el exterior, lo cual es la cuestión esencial del problema”*¹⁵

1.3. La crítica a Thomas Tooke

La controversia monetaria de la primera mitad del siglo XIX, enfrentó de manera radical a las dos corrientes dominantes en este campo, a saber la *“Currency School”*, encabezada por Ricardo, y la *“Banking School”*, cuyo principal defensor fue Tooke¹⁶.

Como parte de este debate, Wicksell consideraba que algunas tesis de Tooke eran importantes, por lo cual era necesario revisarlas como parte de su intento de reformulación de la teoría cuantitativa; a pesar de que Tooke mantenía una posición opuesta a la que él desarrollara posteriormente.

El argumento de Tooke, que Wicksell retoma para su análisis de la gravitación es el siguiente:

*Sólo la cantidad de dinero distribuida bajo la forma de renta, ganancia y salarios destinados al consumo corriente, puede constituir el principio limitativo del conjunto de los precios monetarios*¹⁷

De acuerdo con esta cita, en un régimen de convertibilidad de los billetes, los bancos no pueden introducir una cantidad excesiva de dinero en la circulación, debido a que las necesidades de los empresarios, la competencia bancaria, y en particular, las restricciones impuestas por la convertibilidad, ponen límites a la cantidad de billetes que los bancos pueden emitir. Los empresarios no utilizan más dinero del necesario, una vez satisfechas las necesidades de circulación. En la

¹⁵ Ibid., p. 181.

¹⁶ Los principales trabajos de Tooke son *An inquiry into the currency principle* y *History and the state of circulation*, este último en coautoría con Newmarch W. La crítica de Wicksell a Tooke, se basan en estas dos obras.

¹⁷ Tomado de Rosales, R. (1999), op. cit., p. 41.

práctica, afirma Tooke, los empresarios recurren a otras formas de crédito; por ello, es ilusorio pretender regular, con la Ley de Peel de 1844, la cantidad de crédito en circulación mediante el control de la emisión de billetes. Además, argumenta Tooke, la evolución histórica ha demostrado que el aumento en la emisión de billetes ha sucedido a la alzas de los precios, y no precedido; por tanto, el incremento en la emisión de billetes no es la causa de la alza de los precios. Y, en ese sentido, Tooke afirma que las políticas propuestas (control de la emisión de billetes) por los partidarios del “*currency principle*” no tendrá los efectos esperados, y sólo introducirá rigideces peligrosas en el caso de crisis financieras.

Al respecto, Wicksell comenta que la secuencia histórica entre precios y cantidad de emisión de billetes, no es suficiente para exonerar a los bancos de su responsabilidad en la variación de los precios. Es posible, dice Wicksell, que la tendencia al alza se inicie como consecuencia de una política expansiva de crédito en relación con las grandes empresas, quienes utilizan relativamente pocos billetes y piezas metálicas. Con buenas condiciones de crédito, el banco es capaz de crear un ambiente propicio para una demanda general acrecentada, lo que haría necesario un cantidad mayor de billetes, en la medida que el incremento de la demanda incluyera también a las ramas que utilizan relativamente más billetes y piezas metálicas. En un caso así, concluye Wicksell, estaríamos en una situación totalmente opuesta a la que plantea Tooke en lo referente a la responsabilidad de los bancos, a pesar de cierto retraso en la emisión de billetes. En consecuencia, con este razonamiento, Wicksell no acepta la proposición de Tooke, según la cual la cantidad de dinero en circulación depende del nivel de los precios y del monto de las operaciones de los empresarios¹⁸.

De acuerdo con Tooke, es erróneo que al disminuir su tasa de descuento los bancos provoquen una tendencia al alza de los precios; en todo caso, según él, sería a la baja, ya que los costos financieros de los empresarios serán aún menores. Dicha disminución en los costos agudizará la competencia, lo que

¹⁸ Wicksell, K. (1947), op. cit., p. 346.

conducirá necesariamente a la baja de los precios de venta¹⁹.

Esta afirmación de Tooke, conduce a Wicksell a investigar sobre qué bases el banco determina su política de crédito, y cuál es la relación entre esta política y el nivel general de precios; lo que necesariamente implica revisar la relación entre la política de la tasa de descuento y el nivel de los precios.

Como vimos arriba, la tesis de Tooke, según la cual la disminución de la tasa de descuento reduce los costos de los empresarios, lo que provoca una tendencia a la baja de los precios, fue severamente criticada por Wicksell, ya que según él, la misma implica aceptar la hipótesis según la cual la disminución de la tasa de interés mantiene inalterados los costos salariales de las empresas, pues de otra forma, no podrían bajar sus precios de venta²⁰.

Para Solís, la aplicación de este argumento ricardiano al análisis de Tooke, por parte de Wicksell, es inaceptable en virtud de que Tooke se refiere a la relación entre la tasa de interés natural y los niveles naturales de los salarios y de la renta, en tanto que la crítica de Wicksell se refiere a relaciones monetarias²¹.

Todo indica que Wicksell se da cuenta de esta diferencia, pero a pesar de ello, él considera que la baja de la tasa general de descuento conducirá, en última instancia, a un incremento en la demanda del conjunto de los empresarios; provocando así una alza en los salarios y en los precios de las materias primas. Para Wicksell, al actuar la competencia, la reducción de la tasa de descuento se

¹⁹ Solís, R. (1999). op. cit., p. 41.

²⁰ En este punto, Wicksell recurre al razonamiento de Ricardo, en el sentido de que toda disminución en la tasa de interés implica un aumento en la fracción del producto social apropiado por los trabajadores y los terratenientes, por lo tanto, es imposible que los salarios y la renta se mantengan constantes. Por el contrario, una baja en la tasa de interés equivale a un aumento de la fracción del producto social que pertenece a los otros factores de la producción. Entonces, según Wicksell, un aumento en los salarios y en las rentas constituye, *ceteris paribus*, la condición necesaria para el empleo rentable de un monto mayor de capital en la producción. Por ello, la disminución, concluye Wicksell, de la tasa de interés, que resulta de una oferta mayor de capital (a través de un aumento del ahorro), no puede por sí misma provocar una baja o una alza en el nivel general de precios.

²¹ Solís, R. (1999), op. cit., p. 347.

traduce en una alza de los costos que impide la baja de los precios de venta. De este razonamiento que Wicksell hace, desprende que Tooke olvidó²² el efecto de un descenso de la tasa de descuento sobre la demanda global y, en consecuencia, sobre los precios.

En todo caso, este argumento de Wicksell representa su propio punto de vista sobre la tesis que le cuestionaba a Tooke; esto es, que los empresarios modifican su volumen de operaciones cuando se produce una disminución en la tasa de descuento, introduciendo hipótesis distintas a las de Tooke. En efecto, en el análisis de Wicksell, la baja de la tasa de descuento no provoca, por sí misma, un aumento de la demanda general y, por tanto, tampoco genera un incremento en los precios. El incremento en la demanda de los empresarios resulta de una tasa de descuento inferior al rendimiento, lo cual estimula a incrementar la inversión del capital. Este razonamiento es ajeno a Tooke, por ello, esta crítica de Wicksell es improcedente.

Por último, Wicksell critica la tesis de Tooke que se refiere a la relación entre la demanda de dinero y la fijación de la tasa de descuento. Según él, Tooke afirma que una política de tasa de descuento relativamente baja conducirá no a un aumento, sino a una baja de los créditos solicitados por los empresarios. El dinero volverá a los bancos y provocará una nueva reducción en la tasa de descuento, esto culminará hasta el momento en que esa tasa caiga a cero²³.

Esta crítica se basa en la hipótesis que sostiene que el banco fija su tasa de descuento en función de los movimientos registrados en el volumen de las reservas metálicas. Pero, dicha hipótesis no está presente en el análisis de Tooke; éste se limita a afirmar que la baja de la tasa de descuento se traduce en una disminución de los costos, en particular en las empresas con un capital fijo

²² En este punto debe señalarse que, Tooke solo consideraba algunos casos en donde los empresarios provocan un alza de los precios; por ejemplo, cuando hay convulsiones políticas o malas cosechas. En situaciones así, Tooke argumentaba que es muy común que los empresarios realicen compras extraordinarias, e incluso especulativas, independientemente de la tasa de descuento corriente.

²³ Wicksell, K. (1947), op. cit., p. 346.

relativamente importante, provocando una competencia más fuerte y un movimiento descendente en los precios. Tooke no afirma que esta caída genere un aumento en las reservas bancarias, que conduzcan necesariamente a una nueva baja en la tasa de descuento. Es Wicksell quien agrega a la tesis de Tooke el efecto de las reservas sobre la tasa de descuento; por tanto, es más bien Wicksell quien llega a la conclusión de que si una baja en la tasa de descuento provoca la disminución de los precios, habrá un descenso continuo de esa tasa, debido a que los precios a la baja provocan incrementos en los saldos del banco, lo que obliga a éste a disminuir su tasa de descuento hasta cero²⁴.

Si reproducimos la cita de Tooke en que se basa la crítica de Wicksell, veremos que dicha crítica es inapropiada:

“Una reducción general del tipo de interés equivale a una disminución del costo de producción. Este efecto es particularmente sensible en las ramas que emplean un monto importante de capital fijo, pero también se observa en todas las operaciones que implican una inversión de capital, en proporción al tiempo utilizado normalmente para aportar los bienes al mercado. La disminución del costo de producción provoca a través de una competencia más fuerte entre los productores, una baja de los precios de todas las mercancías en cuyos costos se integra la tasa de interés monetaria. Debemos suponer que la tasa de interés extraordinariamente baja, la cual ha predominado durante los dos últimos años, ha sido la causa de la fuerte baja de los precios, situación que afecta a una parte importante de las mercancías representativas desde el punto de vista industrial, baja que ha tenido lugar simultáneamente con la disminución de la tasa de descuento”²⁵

Como vemos, la tesis de la disminución de los precios es el punto central de Tooke, y Wicksell lo subraya; pero es en este punto donde se sitúa la oposición entre estos dos teóricos, y la controversia entre la *Banking School* y la *Currency School*. En palabras de Wicksell:

“[...] en lo que se refiere a la cuestión que aquí nos interesa –la influencia de la moneda y del crédito sobre el nivel de los precios en condiciones normales- el contraste entre estos dos puntos de vista es lo más completo posible, y esta oposición persiste, incluso hoy en día, a pesar del hecho de que la discusión haya durado casi un siglo”²⁶

1.4. El proceso acumulativo y el equilibrio monetario

²⁴ *Ibíd.*, p. 347

²⁵ *Ibíd.*, p. 347.

²⁶ *Ibíd.*, p. 337.

Como hemos visto, el problema central para Wicksell consiste en examinar las causas que determinan las variaciones de los precios monetarios de las mercancías y cuáles son los mecanismos disponibles para regular el poder de compra de las monedas. El concepto de moneda a que se refiere Wicksell, lo define de la siguiente forma:

*“En génesis y substancia la moneda, quiero decir la moneda concreta, que es el único tipo de moneda del que se habla aquí, es sin duda una mercancía. Pero, a partir del momento en el cual ella circula de mano en mano, ya no puede desempeñar el papel de mercancía. De la misma forma, desde el momento en que ésta toma la forma de mercancía, su papel en tanto moneda ha concluido o todavía no ha comenzado”*²⁷.

En este marco analítico, Wicksell replanteará la tesis central de la teoría cuantitativa, a saber, la proporcionalidad requerida entre la cantidad de dinero y los precios de las mercancías. Dicha proporcionalidad, según él, obliga a construir una teoría específica para la moneda, distinta de la teoría de las mercancías. Esta teoría debe demostrar que el valor de la moneda, esto es, su poder de compra, varía en proporción inversa a su cantidad. En el caso de las mercancías, las variaciones en la oferta pueden modificar el precio; proporcionalmente, si la elasticidad de la demanda es igual a uno; no proporcionalmente, si la elasticidad es superior o inferior a la unidad. Por el contrario, respecto a la moneda, la curva de demanda que relaciona la cantidad y el valor, adquiere la forma de una hipérbola equilátera²⁸ (ver Gráfica 1)²⁹, a diferencia de la curva de demanda de las otras mercancías, que puede tomar formas muy diversas³⁰.

²⁷ *Ibíd.*, p. 211.

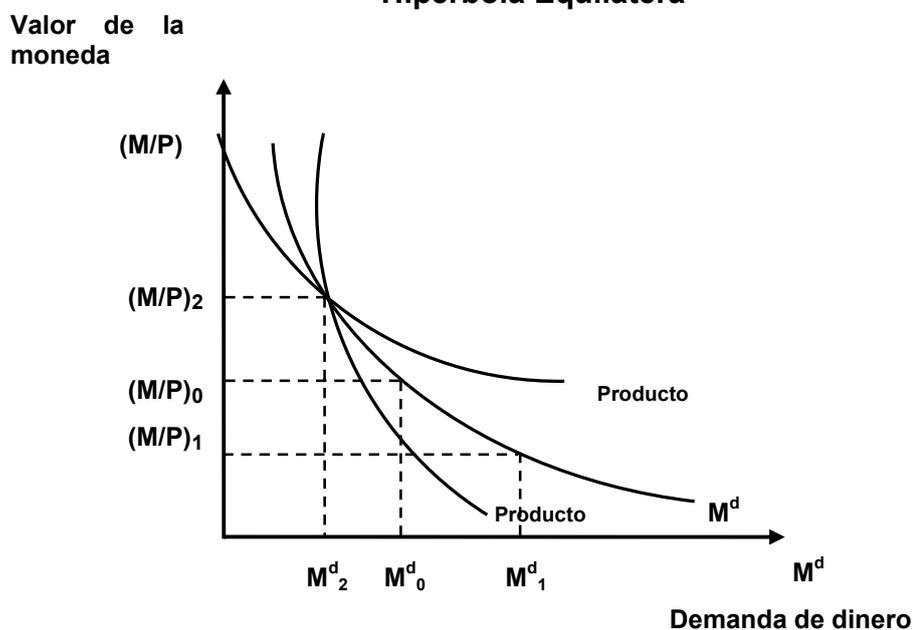
²⁸ Don Patinkin señala que el uso de la hipérbola equilátera por parte de Wicksell, ha conducido erróneamente a ubicarlo en el mismo plano analítico que Walras y los economistas de la escuela de Cambridge, para los cuales la demanda de dinero tiene una elasticidad unitaria uniforme. Además, la curva de Wicksell representa la curva de equilibrio del mercado y no la curva de la demanda. Ver Patinkin, D. (1956), “Wicksell’s cumulative process”, en *The Economic Journal*, diciembre.

²⁹ La función racional $y = a/x$ ó $xy = a$, tienen por representación esta hipérbola equilátera o rectangular. Una función de este tipo, implica que el producto de dos variables es siempre una constante fija, por ello esta función puede representar aquella curva especial de demanda (con precio P y cantidad Q) para la cual el gasto total PQ, es constante en todos los niveles de precios. Una curva de demanda de éste tipo es la única con elasticidad unitaria en cada punto de la curva. La hipérbola equilátera nunca se encuentra con los ejes.

³⁰ Wicksell, K. (1947), *op. cit.*, pp. 312-316.

Gráfica 1

Hipérbola Equilátera



Según Patinkin, a Wicksell no le interesaba el estudio de la demanda de dinero, sino la relación entre el valor de equilibrio del dinero y su cantidad. Para Wicksell, el dinero se asemeja a las mercancías en la medida que un incremento en la oferta provoca una disminución en su valor. Pero, el dinero tiene una especificidad respecto a las mercancías, la relación inversa entre valor y cantidad es necesariamente proporcional. La hipérbola equilátera que Wicksell traza en el Capítulo IV, del Segundo Libro de sus *Lectures*, se refiere precisamente a esta relación. En ningún momento habla de la demanda, y tampoco la asocia con una elasticidad unitaria³¹. Esta diferencia en el análisis de Wicksell, según Patinkin, hace imposible asimilar la concepción monetaria de aquél con la de Walras o con las formulaciones de la escuela de Cambridge³².

³¹ Wicksell, K. (1947), op. cit., p. 313.

³² Solís, R. (1999), op. cit., p. 24.

Reforzando esta idea de Patinkin, Blaug señala:

“Wicksell no supone, como lo hicieron Marshall y Pigou, que la curva de demanda de papel o de oro en su uso monetario es una hipérbola rectangular. La curva de Wicksell varía tanto la cantidad de dinero como el nivel de los precios; es un lugar geométrico de las intersecciones observadas entre las curvas de demanda y de oferta de dinero. Por supuesto, la razón de que la curva de demanda de dinero tenga una elasticidad menor que uno, es que el individuo típico reducirá sus saldos monetarios nominales para comprar más bienes cuando los precios bajan a niveles dados de ingreso real. Éste es el efecto del saldo real que Wicksell expresa en muchas palabras”³³

En *Interest and prices*, Wicksell analiza el proceso acumulativo (o proceso de gravitación tasa de interés monetaria-tasa de interés natural) de variación de los precios generado por las diferencias entre la tasa de interés natural y la monetaria³⁴. En dicho proceso el ahorro y la inversión constituyen el mecanismo mediante el cual los cambios en la cantidad de dinero se reflejan en variaciones en el nivel de precios. En este modelo se consideran tres agentes económicos: consumidores, productores y banqueros; el sistema bancario es administrado por el sector privado, y se organiza a través de un banco central, responsable del resguardo y conservación de las reservas metálicas. Además, recordemos que el sistema de crédito a que se refiere Wicksell está basado en la circulación parcialmente metálica (caso intermedio). Por ello, el banco central se ve obligado a conservar una determinada reserva, para garantizar la demanda de piezas metálicas que circulan junto a los billetes³⁵.

En el proceso acumulativo wickselliano, el equilibrio está definido por el cumplimiento de los siguientes supuestos:

- a) La igualdad entre la tasa de interés del mercado y la tasa de interés natural
($i = r$);

³³ Blaug, M. (1985). *Teoría Económica en Retrospección*, Fondo de Cultura Económica, México, pp. 770-771.

³⁴ *Ibíd.*, p. 107.

³⁵ Este es un sistema monetario intermedio. En el caso de un sistema de crédito puro, el poder que el banco central tiene para generar dinero no tiene límites. El caso opuesto sería una circulación puramente metálica, donde los bancos no tendrían ningún poder en la medida que los billetes serían certificados de oro, en relación a los cuales habría que conservar una reserva metálica del cien por ciento.

- b) La igualdad entre ahorro e inversión ($S = I$)
- c) La estabilidad en el nivel de precios ($P = \bar{P}$)

La tasa de interés monetaria (de mercado o bancaria) indica el valor actual de la tasa de interés real; en tanto que la tasa natural se refiere al valor de equilibrio de la misma variable. Ésta última no es una magnitud observable, depende del cálculo individual de los productores y consumidores, su nivel lo determina la condición de equilibrio entre el ahorro y la inversión. En otras palabras, es la tasa a la que se iguala la productividad marginal de la inversión con la tasa marginal de sustitución entre el consumo corriente y el consumo futuro. Entonces, para los productores representa la productividad marginal de la inversión, mientras que para los consumidores refleja las preferencias intertemporales entre el ahorro y el consumo³⁶.

Por su parte, la tasa de interés de mercado se determina por la igualdad entre la demanda y oferta de fondos prestables. La demanda está compuesta por demanda de inversión y demanda de saldos para transacciones, y la oferta es la suma del ahorro personal, el ahorro de los empresarios y el crédito bancario. Si el ahorro privado es igual a la inversión planeada, la creación neta de crédito bancario es absorbida por la demanda de saldos en efectivo, y la demanda agregada de bienes (DA) es igual a la oferta agregada (OA); en consecuencia, el nivel promedio se mantendrá estable³⁷.

Como vemos, el equilibrio monetario implica equilibrio en los mercados de crédito y de bienes, y supone el pleno empleo de los factores. La idea subyacente en el análisis de Wicksell, es que la economía está en equilibrio en el periodo corriente e intertemporalmente; es decir, es un equilibrio monetario en un estado

³⁶ León, L. Ma. Josefina (2002). "Análisis crítico del planteamiento del problema de la neutralidad: Wicksell, Hayek y Patinkin", en *Análisis Económico*, número 36, Universidad Autónoma Metropolitana-Azcapotzalco, México, p. 111

³⁷ León, L. Ma. Josefina (2001). "La expansión artificial del crédito como causa de la crisis económicas: crítica de la visión de Hayek", en *Análisis Económico*, número 33, Universidad Autónoma Metropolitana-Azcapotzalco, México, p. 74.

estacionario. En tal situación, los tres supuestos mencionados arriba se cumplen simultáneamente, con lo que se asegura que las dos tasas de interés (monetaria y natural) se mantengan en el mismo nivel, y que el sistema de crédito se ajuste a las condiciones del mercado de capital. Esto supone que la tasa de interés monetaria se convierta en la expresión monetaria de la tasa de interés natural, el nivel de los precios se mantiene estable, en tanto que el banco central se limita a desempeñar un papel de intermediario financiero³⁸.

En este marco analítico, la tasa de interés debe jugar un doble papel: por un lado, coordinar las decisiones de ahorro de los consumidores con las decisiones de inversión de los empresarios y, por otro, equilibrar la oferta y demanda de crédito. Si la oferta de crédito fuera siempre igual al ahorro y la demanda de crédito igual a la inversión, no habría diferencia entre ambas tasas. Sin embargo, la capacidad de los bancos para crear dinero es independiente de los ahorros, de tal forma que la tasa de interés de mercado (la aplicada al crédito bancario) puede diferir de la tasa natural. En este sentido, Wicksell considera que, dado el grado de organización y desarrollo del sistema bancario, el banco central puede incrementar el crédito en una proporción mayor al monto del ahorro depositado por el sector privado, gracias a la concentración de las reservas y a las leyes que rigen las entradas y salidas de sus cajas³⁹.

De aquí se desprende la hipótesis central del proceso “acumulativo” de oscilación de los precios de Wicksell, esto es, el ajuste inadecuado de la tasa de interés monetaria. El proceso acumulativo de los precios es fundamentalmente un fenómeno de desequilibrio a corto plazo⁴⁰. El desequilibrio se genera cuando los cambios en la tasa de interés natural no se acompañan de las variaciones en la tasa de interés monetaria, o bien cuando sucede el caso contrario. Según Wicksell, el desequilibrio siempre surge de una variación de la tasa de interés

³⁸ Solís, R. Ricardo (1999), op. cit., p. 70.

³⁹ *Ibíd.*, p. 74

⁴⁰ Blaug, Mark (1985), op. cit., p. 757

natural y no por la modificación de la tasa de descuento⁴¹.

En consecuencia, son las fluctuaciones provocadas por los factores reales las que van a modificar la tasa de interés natural. En este marco, un cambio técnico eleva la tasa natural o las ganancias que los empresarios obtienen en el proceso de inversión, mientras que una modificación en las preferencias intertemporales de los agentes económicos a favor del ahorro corriente, se traducirá en una reducción de la tasa de interés natural. Cualquiera de estas situaciones provoca un desequilibrio monetario, debido al retraso del sistema bancario para ajustar la tasa de interés monetaria a la tasa natural. Pero el desequilibrio monetario también puede presentarse cuando el banco central modifica de manera exógena, la tasa de mercado. Si bien este es un caso particular en el análisis de Wicksell, resulta importante debido a que éste nos permite entender la reformulación que él hace de la teoría cuantitativa. En el siguiente apartado revisaremos este caso.

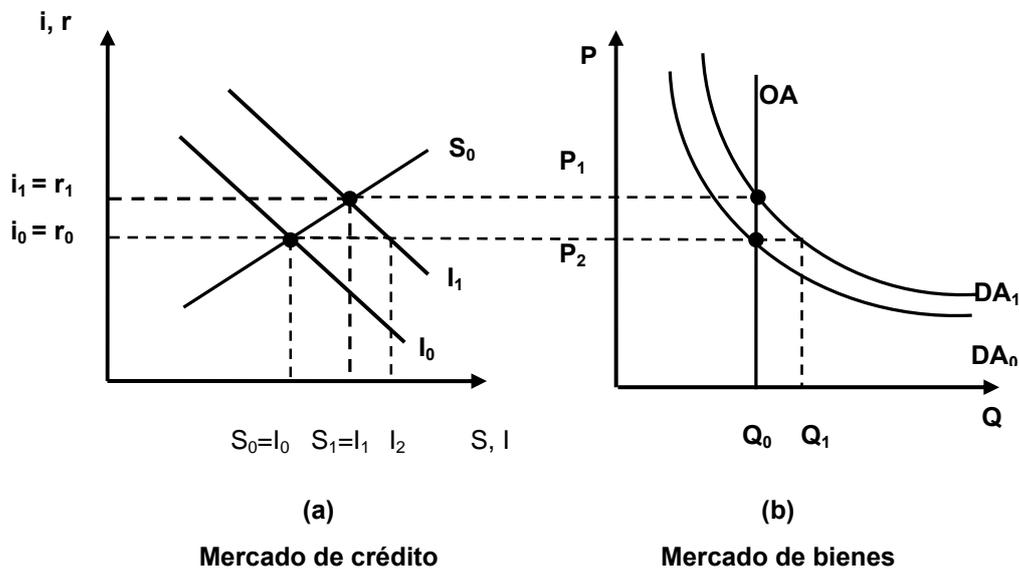
Mediante el uso de gráficas convencionales analizaremos los dos casos de procesos de desequilibrio wickselliano. El primero, generado por el progreso técnico, y el segundo provocado por la reducción exógena de la tasa de interés. En la gráfica 2a y 2b presentamos las condiciones iniciales de equilibrio monetario, representado por el equilibrio de los mercados de crédito y bienes⁴². Si suponemos que como resultado de una mejora técnica aumenta la tasa de interés natural (r_0) de r_0 a r_1 ; entonces en la gráfica 2a la función de inversión se desplazará a la derecha, de I_0 a I_1 . Como la tasa bancaria (i_0) permanece sin cambio, se originará una divergencia entre ambas tasas, de tal forma que ahora $i_0 < r_1$. Esta situación alienta a los empresarios a incrementar su inversión, de I_0 a I_2 , pues la tasa de rendimiento que obtienen en el proceso productivo (productividad marginal de la inversión) es mayor que la tasa bancaria ($r_1 > i_0$). Por tanto, incrementan su demanda de crédito en el mercado de fondos prestables.

⁴¹ Solís, R. Ricardo (1999), op. cit., pp. 81-82.

⁴² Lo que implica que se cumplen las tres condiciones: ($i_0 = r_0$), ($S_0 = I_0$) y ($P = P_0$)

Recordemos que en el análisis de Wicksell, los bancos siempre ajustan su oferta a la demanda de crédito. Es decir, se asume que la oferta monetaria es endógena y está determinada por la demanda de dinero; de tal forma que el mercado de crédito siempre está en equilibrio. Asimismo, y a diferencia de Schumpeter que

Gráfica 2
DESEQUILIBRIO MONETARIO
Caso: Variaciones de la tasa de
interés natural por progreso técnico



sostiene que el progreso técnico sólo es aprovechado por los empresarios más dinámicos, Wicksell asume que éste es incorporado por todos los empresarios; por tanto, las ganancias extraordinarias abarcan al conjunto de los empresarios. De aquí se desprende que Wicksell sostenga que, el crédito adicional se distribuya en forma equiproporcional entre los empresarios, quienes destinarán las cantidades adicionales de dinero a la adquisición de trabajo y materias primas. Pero esto genera un desequilibrio en el mercado de bienes.

En la gráfica 2b se muestra que el ajuste en la oferta monetaria implica que la curva DA se desplace, de DA_0 a DA_1 . Dado que la inversión ahora es mayor que

el ahorro ($I_2 > S_0$). Al nivel inicial de precios $P = P_0$, existe un excedente de demanda agregada ($DA_1 > OA$), y bajo el supuesto de que la economía se encuentra en pleno empleo, todos los precios monetarios aumentarían en la misma proporción que el volumen del crédito. Así, el exceso de demanda agregada se traduciría en un proceso inflacionario, y este incremento en los precios será proporcional al incremento en la cantidad de dinero.

Mientras persista la divergencia entre las tasas de interés, el proceso se reproducirá; el banco central continuará satisfaciendo la demanda adicional de crédito, lo que provocará nuevos desplazamientos de la demanda agregada y; en consecuencia, aumentos adicionales sobre los precios. El límite a este comportamiento del banco central no está dado por los ahorros reales disponibles, sino porque el banco no desea agotar sus reservas. Cuando el banco central se percata de que las reservas se están agotando, reacciona, y en su intento por controlar la situación, eleva la tasa de descuento a niveles superiores a la tasa de interés natural, lo que genera un proceso de deflación acumulativo de los precios⁴³.

La inestabilidad en la oscilación de los precios va corrigiéndose mediante un proceso de tanteo (proceso de “gravitación” de la tasa de descuento), que durará hasta que el banco central logre detener las salidas de metal que el desequilibrio ha provocado. De esta forma, el banco central logra ajustar la tasa de interés monetaria a la tasa natural; estableciéndose un nuevo equilibrio cuando la oferta y la demanda de fondos prestables coincide con los niveles correspondientes al ahorro y la inversión. Así, en el largo plazo se establece un nuevo equilibrio monetario, y el incremento en el nivel de precios es proporcional al aumento en la cantidad de dinero.

De lo anterior se desprende que, el banco central está dotado de cierta autonomía que le permite ejercer su papel de equilibrador entre las tasas monetaria y natural;

⁴³ Solís, R. Ricardo (1999), op. cit., p. 91.

sin embargo, una vez logrado el equilibrio, el banco termina por alinearse a los dictados de las leyes del mercado. Lo que implica que el banco central se limite a mantener su tasa de descuento acorde con la evolución del mercado de capital; es decir, mantiene una posición pasiva.

1.5. La crítica a la interpretación mecánica de la teoría cuantitativa:

La combinación conciliadora entre la Ley de Say y el desequilibrio

De acuerdo con Wicksell, una alza general de los precios es solo concebible si se acepta la hipótesis de una demanda mayor que la oferta, siempre y cuando ésta haya sido constatada en el mercado⁴⁴. Pero, dicha hipótesis, contradice la Ley de Say, según la cual la demanda no es sino el reflejo de una oferta de bienes, o que toda oferta es una demanda y que toda demanda es una oferta. En consecuencia, para reformular el principio cuantitativo es necesario, concluye Wicksell, otorgar una especificidad a la tasa de interés monetaria. Para ello, él se apoya en un análisis tradicional de la ley de Say; en concreto, desarrolla un estudio de la temporalidad que separa a dos situaciones de equilibrio (dos momentos teóricos)⁴⁵. En el transcurso de este lapso teórico, la tasa monetaria no será la “expresión monetaria” de la tasa de interés real. La demanda global no se limitará a la oferta global, ya que el sistema bancario puede proporcionar a las economías más créditos de los que recibe bajo la forma de ahorro. Posteriormente, habrá ganancias (pérdidas) para los empresarios, que constituyen el origen de una “tendencia” expansionista (recesiva). Esta ejercerá una presión al alza (baja) sobre los precios y, a través de ella, sobre la demanda de moneda. Esta demanda de moneda provocará una disminución (incremento) de las reservas metálicas del banco; el cual, para detener ese proceso, aumentará (disminuye) su tasa de descuento.

⁴⁴ León, L. (2002), op. cit., p. 110.

⁴⁵ Según Wicksell, en la interpretación correcta del desarrollo de esta ley se pueden advertir dos momentos teóricos. Durante el primero, el desequilibrio referido es posible, mientras que en el segundo la Ley de Say es verificada. Wicksell, K. (1947), op. cit., pp. 327-328.

Wicksell ubica el análisis de la moneda en el primer momento teórico, en el cual es posible el desequilibrio entre la demanda global y la oferta global, un aspecto fundamental para comprender los fenómenos monetarios; en el segundo momento, que comprende al largo plazo, la Ley de Say no será invalidada⁴⁶. Al respecto Wicksell menciona:

*Toda verdadera teoría de la moneda debe ser capaz de mostrar cómo y por qué, en un momento dado, la demanda monetaria de los bienes es mayor o menor que la oferta de mercancías*⁴⁷

Según Wicksell, los partidarios de la teoría cuantitativa no dieron la importancia suficiente a este punto, y agrega:

*[...]. Una cosa, es que una cantidad elevada o reducida de dinero pueda desempeñar un papel en la circulación si los precios suben o bajan en proporción a esta cantidad. Otra, es mostrar por qué el alza de los precios en cuestión debe seguir siempre una variación en la cantidad de dinero y descubrir de qué manera ésta se desarrolla*⁴⁸

Si la relación entre el valor de la moneda y la cantidad en circulación fueran siempre la expresada en la hipérbola equilátera, según Wicksell, sería imposible demostrar el carácter relativamente autónomo de la velocidad de circulación de la moneda, y captar sus efectos sobre el valor de ésta. La teoría cuantitativa quedaría reducida al siguiente axioma: la cantidad de moneda multiplicada por su velocidad de circulación, coincide siempre con el valor de las mercancías que ella hace circular durante un periodo de tiempo determinado⁴⁹. Esto significaría que el sistema se encuentra siempre en equilibrio gracias al funcionamiento de las leyes objetivas. El desequilibrio monetario no existe; pues la tasa de interés monetaria es siempre igual a la tasa de interés fijada por las condiciones del sector real. De la misma forma, todo lo que es verdadero a nivel de las operaciones de intercambio individual, se toma como ciertos para el conjunto de la economía. Pero, de acuerdo con Wicksell, las relaciones individuales de intercambio no permiten deducir el valor de la moneda o el nivel general de precios. A nivel global, pueden existir rupturas temporales entre el acto de venta y el acto de compra que

⁴⁶ Solís, op. cit., p. 38-39.

⁴⁷ Wicksell, K. (1947), op. cit, p. 328.

⁴⁸ *Ibíd.*, p. 328.

⁴⁹ *Ibíd.*, p. 315.

propician desequilibrios, en los cuales desempeñan un papel importante los agentes que regulan la velocidad de circulación de la moneda. Entonces, la incorporación de la moneda y, más concretamente, la consideración de la función del sistema de crédito al análisis, implica un replanteamiento de la tesis clásica.

De acuerdo con Wicksell, estos cambios se derivan del hecho de que los agentes económicos utilizan en sus saldos monetarios los instrumentos bancarios, como en el pasado se utilizaban las piezas metálicas. Esta distinción es expresada por Wicksell de la siguiente forma:

“El rango más importante de los billetes bancarios, considerados como sustitutos de las piezas metálicas, no reside en su uso como medios de pago [...]. La característica más sobresaliente de los billetes reside en el lugar que ellos ocupan en los saldos de los individuos y de los bancos que no disponen del derecho de emisión”⁵⁰.

Antes de la economía de crédito desarrollado, estos saldos monetarios estaban íntegramente constituidos por piezas metálicas. La utilización generalizada de los instrumentos de crédito bancario cambió radicalmente las condiciones que regulan la velocidad de circulación de la moneda. Por esa razón, el sistema bancario influye en la determinación del valor de la moneda, pues el sistema puede acelerar o disminuir esa velocidad mediante las variaciones en el valor de la moneda⁵¹. Al influir los bancos en el nivel general de precios, afectan el valor de la moneda.

Para Wicksell, la debilidad de las formulaciones tradicionales y mecánicas del principio cuantitativo reside en la hipótesis implícita de una economía sin crédito o, en otras palabras, de la hipótesis de constancia de la velocidad de circulación de la moneda. Según él, todas las hipótesis implícitas en la teoría cuantitativa podrían ser resumidas en esta constancia de la velocidad de circulación de la moneda. En sus palabras:

La teoría cuantitativa es válida desde el punto de vista analítico, a condición de agregar claramente en ella, la hipótesis ceteris paribus. Pero, entre las “cosas” que deben ser supuestas como constantes figuran [entre otras] la velocidad de circulación de la moneda, a la cual en realidad, todos los otros factores pueden estar directa o indirectamente ligados⁵².

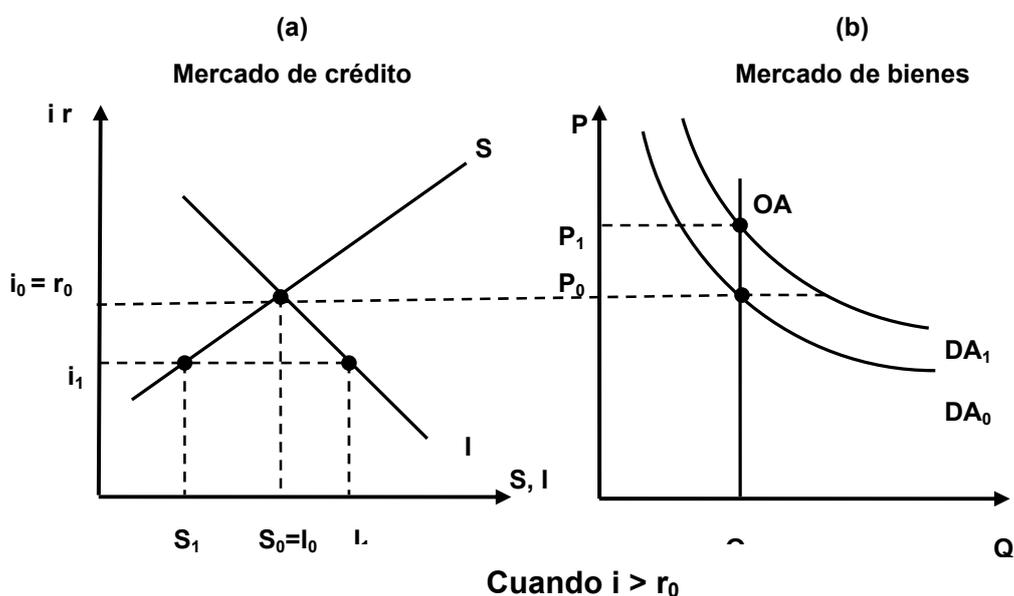
⁵⁰ Wicksell, K. (1936), *Interest and price*, Macmilan, Londres, p. 70.

⁵¹ Wicksell, K. (1947), op. cit., p. 337.

⁵² Wicksell, K. (1936), *Interest and price*, Macmilan, Londres, p. 42.

Ahora, revisaremos el caso en donde el desequilibrio monetario se genera por una perturbación monetaria. En las gráficas 3a y 3b presentamos el comportamiento del mercado de crédito y del mercado de bienes, respectivamente.

Gráfica 3
Desequilibrio monetario
Caso: Variación exógena de la tasa monetaria (bancaria)
($i \neq r$)



La intersección de las funciones de ahorro e inversión y de la demanda de oferta y demanda agregada de bienes representan la situación inicial de equilibrio monetario. Supongamos que el banco central reduce de manera exógena la tasa bancaria; ello generará un desequilibrio entre las dos tasas de interés $i_1 < r_0$. Entonces, a la tasa monetaria i_1 el ahorro de los consumidores se reduce de S_0 a S_1 , con lo que aumenta la demanda de bienes y servicios de consumo presente. De la misma forma, la inversión aumenta de I_0 a I_1 ; generándose un desequilibrio

entre el ahorro y la inversión, $I_1 > S_1$. Cabe señalar que en este caso la función de inversión no se desplaza debido a que los factores reales que la determinan no han variado.

Ante esta situación, los empresarios aumentan la demanda de crédito bancario, misma que será satisfecha por el banco central. En la gráfica 3b vemos que el ajuste en la oferta monetaria desplaza a la derecha la curva de demanda agregada, de DA_0 a DA_1 ; pero ahora, al nivel de precios P_0 se genera un exceso de demanda agregada ($DA_1 > OA$), que dado el supuesto de pleno empleo, termina por reflejarse en un aumento de precios. La inflación y el crecimiento endógeno de la oferta monetaria continuarán en tanto el sistema bancario mantenga la tasa de mercado por debajo de la tasa natural. De nuevo se efectúa un proceso acumulativo, que deberá ser corregido por el banco central, y los precios se estabilizarán cuando la tasa monetaria se iguale a la tasa natural: $i_1 = r_0$.

La perturbación monetaria genera una situación de desequilibrio en el corto plazo, pero en el largo plazo la economía retorna de nuevo a la situación inicial, solo que ahora los precios se han incrementado en forma proporcional al incremento en la oferta monetaria. Con este razonamiento Wicksell rehabilita la teoría cuantitativa, ya que un aumento en la cantidad de dinero genera un incremento en los precios, de P_0 a P_1 , pero no provoca ningún cambio en la tasa de interés natural. En otras palabras, el sistema real se mantiene en equilibrio estacionario, aún durante el proceso acumulativo; por lo tanto, la dicotomía clásica sigue siendo válida. De esta forma, Wicksell ratifica el postulado central de la teoría cuantitativa, que plantea que el poder de compra del dinero varía en proporción inversa a su cantidad.

Sin embargo, el hecho de no aceptar una interpretación mecánica de la teoría cuantitativa (del tipo $5M = 5P$), permite a Wicksell, en su intento por reconstruir esta teoría, dar un paso en la integración de la teoría monetaria con la teoría del valor. En efecto, su planteamiento destaca la relación entre el ahorro y la inversión en el análisis de la oferta y demanda agregada; de la misma forma, la divergencia

entre la tasa natural y la de mercado juegan un papel central en su explicación del proceso acumulativo. Y como vimos, esta diferencia determina los cambios en el nivel de precios, no su nivel.

Recapitulando, en el análisis de Wicksell el desequilibrio monetario se puede generar tanto por cambios en los factores reales como por fenómenos monetarios. Las fluctuaciones económicas proceden de las variaciones en la demanda de dinero, que son provocadas básicamente por cambios en la tasa de interés natural. Además del efecto que genera la hipótesis de que el banco central es un agente pasivo, tesis fundamental en la perspectiva de Wicksell. En efecto, se supone que las variaciones en la tasa natural no son acompañadas por ajustes en la tasa de mercado; el retraso del banco va a generar divergencias entre ambos tipos de tasas, dando lugar a un proceso acumulativo. El cambio en el nivel de precios que este proceso provoca, actúa como un mecanismo equilibrador a través de su efecto sobre el nivel de reservas bancarias, lo que origina que el banco central reaccione y ajuste la tasa bancaria hasta estabilizar los precios.

En el análisis de Wicksell el sistema bancario desempeña un comportamiento pasivo y se le exenta de toda responsabilidad respecto del proceso acumulativo, debido a que él considera que el desequilibrio monetario provocado por causas monetarias, es un caso excepcional. A partir de este razonamiento, es interesante que hagamos algunas reflexiones en torno a la política monetaria que podría derivarse de su planteamiento.

Si la autoridad monetaria decide en forma exógena reducir o aumentar la tasa de mercado, de tal manera que se generen divergencias con la tasa de interés natural; se provocarán problemas de inestabilidad de precios. Desde la perspectiva de Wicksell, la recomendación es que el sistema bancario no tome decisiones arbitrarias en relación con la tasa de interés monetaria; esto es, la oferta de fondos prestables debe ser congruente con la capacidad de ahorro generada por los agentes económicos, la cual depende de factores reales. En

otras palabras, la inversión debe financiarse de acuerdo con las posibilidades de ahorro de los agentes económicos; por lo tanto, el objetivo del banco central es lograr la estabilidad de precios.

Lo anterior nos conduce a afirmar que Wicksell, sugiere, en forma implícita, una política monetaria donde el banco central desempeñe un papel activo, de forma tal que ajuste sin retraso la tasa de mercado al nivel correspondiente a la tasa natural, o que no tome decisiones arbitrarias sobre la tasa de descuento que conduzcan a divergencias con la tasa natural. En este aspecto, Blaug dice que una peculiaridad de la teoría de Wicksell *“es que comienza por describir al sistema bancario como un agente pasivo, que ajusta su tasa de préstamo al rendimiento de la inversión y termina por invocar una política monetaria activa para mantener la estabilidad de los precios”*⁵³ .

2. HENRY THORNTON

⁵³ Blaug, (1985), op. cit., p. 766.

EMISIÓN DE BILLETES Y USO DE LAS RESERVAS BANCARIAS: UNA VISIÓN MONETARIA FLEXIBLE.

La investigación de Thornton se centra en la revisión de la tesis, que en ese momento dominaba en el análisis de los aspectos monetarios, según la cual el premio sobre el lingote de oro y la baja en la tasa de cambio⁵⁴ son efecto de la sobreabundancia de billetes del Banco de Inglaterra⁵⁵. Y para remediar esta perturbación monetaria, los teóricos que sostenían tal tesis, recomendaban la disminución en la emisión de billetes, en una proporción exacta a la depreciación. Con el propósito de evitar que esta situación se repitiera, estos teóricos consideraban, indispensable imponer al Banco de Inglaterra una reglamentación semejante a la aplicada al Banco de Ámsterdam, la cual se caracterizaba por ser sumamente estricta, pero ello evitaría que el Banco de Inglaterra se excediera en la emisión.

En su respuesta a este razonamiento, Thornton considera que en la crítica al Banco de Inglaterra han quedado eliminados indebidamente los instrumentos de crédito no bancario; y por tanto, sus efectos sobre la tasa de interés y el nivel de precios. Según él, las letras de cambio son como los billetes del banco, instrumentos de crédito, que constituyen una parte de los medios de circulación, y por lo mismo, deben incluirse en el análisis de las perturbaciones monetarias. Su incorporación, decía Thornton, con los billetes bancarios y con las piezas metálicas es fundamental para entender el funcionamiento del mercado monetario. En consecuencia, concluye Thornton, su eliminación del análisis obscurece la comprensión del fenómeno⁵⁶.

2.1. Antecedentes analíticos y contexto histórico

⁵⁴ En la terminología de Thornton, una baja en la tasa de cambio, significaba un exceso del precio de mercado del metal oro sobre el precio de la moneda oro. Por tanto, la moneda no estaría depreciada si el precio monetario del oro y el precio del metal oro fueran iguales.

⁵⁵ El Banco de Inglaterra fue fundado en 1694, y para principios del siglo XIX, su capacidad y solidez era comparable a la de los bancos de Venecia y de Amsterdam.

⁵⁶ Solís, op. cit., p. 122.

Diez años antes de 1802, sucedieron hechos que impactaron de manera profunda a la economía inglesa. El estallido de la guerra en 1793, se dio en el momento en que la economía británica estaba en el punto más alto de su expansión, aunque quizás ese auge marcaba ya el declive. Esta situación produjo un pánico financiero que provocó que fuertes cantidades de oro pasaran del banco central a manos de particulares, para su atesoramiento.

En 1797 el Parlamento inglés decretó la suspensión del compromiso de convertir los billetes en moneda metálica. Esta suspensión, que representó un acontecimiento excepcional en la historia del Banco de Inglaterra, fue provocada por la amenaza de invasión del ejército napoleónico y la demanda extraordinaria de billetes, en una situación difícil para el banco. Entre los factores adversos estaba una serie de malas cosechas que obligaron a importar altos volúmenes de granos, lo que originó salidas de oro hacia el exterior. Por otro lado, los préstamos extraordinarios del gobierno y los subsidios que se pagaban a sus aliados, habían sido financiados con el oro del banco; de tal forma que sus reservas metálicas habían disminuido drásticamente en pocos meses⁵⁷.

En esa época, el sistema de crédito inglés estaba constituido, aproximadamente por 350 bancos provinciales, algunos tenían derecho a emitir sus propios billetes, conjuntamente operaban alrededor de 60 casas de descuento londinenses, que no emitían billetes debido a que en la capital y en la región metropolitana ésta era una actividad exclusiva del Banco de Inglaterra. Aunque los banqueros londinenses desempeñaban el papel de representantes de los bancos provinciales, a ese título realizan operaciones de pago y de intermediación financiera, gracias a los préstamos y recursos obtenidos del Banco de Inglaterra⁵⁸.

Durante más de un siglo, el Banco de Inglaterra había sido el centro de reservas metálicas del sistema, prestamista del gobierno y apoyo de los bancos

⁵⁷ Roll, E. (1975). *Historia de las doctrinas económicas*, Fondo de Cultura Económica, México, p. 193.

⁵⁸ *Ibíd.*, p. 120.

provinciales en situaciones difíciles. En 1696 se enfrentó a una suspensión de pagos, pero ésta fue de corta duración, ya que siempre cumplió con sus compromisos relacionados con la convertibilidad de los billetes en metal. La confianza en sus billetes era tan sólida que, en tiempos de crisis, la demanda de liquidez tomaba la forma de demanda de sus billetes, y no de guineas⁵⁹.

Cinco años después de la suspensión de pagos, esto es, en 1802, Thornton publicó su trabajo *And enquiry into the nature and the effects of the paper credit of Great Britain*, mejor conocido como *Nature of the paper credit*. Para Hayek; Thornton era uno de los padres de la tradición “clásica” en teoría monetaria⁶⁰, también se le ubica como el primer teórico del banco central. En este sentido, han sido muy importantes los señalamientos que Hicks ha hecho en torno a las diferencias entre el análisis de Thornton y el de Ricardo, en particular sobre la administración del dinero por parte del banco central, y la política especial que se debe seguir en determinadas situaciones de perturbación monetaria.

En su análisis Thornton no formula una teoría de los precios ni del capital, más bien se trata de una descripción del sistema monetario británico de la época en que él escribió. De esta descripción se desprenden algunos principios prácticos que son ilustrados con acontecimiento importantes de la época. Por ello, es casi imposible comprender a Thornton sin ubicarlo en el contexto histórico de su época.

En esa época, las discusiones se centraban en dos aspectos; por un lado, en la responsabilidad que tenía el Banco de Inglaterra tanto en la suspensión de pagos como en la depreciación de la libra esterlina y; por el otro, en las fechas y medidas para llevar a cabo el restablecimiento de la convertibilidad en metal. Ricardo y la mayoría de las publicaciones al respecto, atribuían la responsabilidad de la depreciación monetaria al Banco de Inglaterra, más concretamente a su política de emisión. En ese contexto histórico-analítico, Thornton inicia su investigación

⁵⁹ La guinea es la antigua moneda inglesa en oro de Guinea, la cual fue reemplazada en 1817 por el soberano, de igual valor que la libra esterlina.

⁶⁰ Ver Hicks, J. R. (1970). *Ensayos críticos sobre teoría monetaria*, Ariel, Barcelona, España, p. 204.

reflexionando sobre los principios reguladores del crédito en una economía moderna. Esto lo lleva a desarrollar descripciones históricas e institucionales sobre el sistema monetario y crediticio inglés; a lo largo de estas descripciones introduce conceptos y argumentos críticos fundamentales para comprender la situación prevaleciente en la época en materia monetaria.

2.2. El papel del banco central y el uso de las reservas bancarias: La visión flexible de Thornton

Según Smith, toda salida de metal de un país, en este caso Inglaterra, es causada por una excesiva emisión de billetes. De acuerdo con esto, la exportación de metales refleja la imposibilidad que tienen las monedas metálicas para mantenerse en el canal de la circulación. Smith afirma que, en el momento en que el canal está lleno y no puede haber variación en los precios (como ocurría en el planteamiento de Ricardo), toda emisión suplementaria de billetes necesariamente se traduce en una expulsión de piezas metálicas hacia el exterior. La posición de Smith es clara: el dinero en exceso no puede entrar en la circulación, por lo cual fluye hacia el exterior. En palabras de Smith:

“Todo papel moneda, representado por cualquier clase de efectos, que circula libremente en un país, no puede ni debe excederse del valor del oro y de la plata cuyo lugar ocupa o que circularía en él –suponiendo que el volumen del comercio es el mismo- si no hubiera aquella clase de dinero. Si los billetes de veinte chelines, que circulan en Escocia, representan el papel moneda de valor más bajo que circula en ese país, el conjunto de todos ellos que podría fácilmente circular no deberá superar la suma de oro y plata que es necesaria para efectuar las transacciones con billetes de veinte chelines y denominaciones más altas que corrientemente se llevan a cabo en ese pueblo. En el caso de que los billetes en circulación superasen esa suma, como el exceso no puede ser absorbido por la circulación interior del país, volverían muy pronto a los bancos, para ser cambiado por oro o plata, mucha gente se daría cuenta inmediatamente de que disponía de una cantidad de billetes superior a la que requiere el mercado doméstico, y como tropezaría con dificultades para exportarla, acudiría al banco requiriendo el pago inmediato. Ahora, bien, si ese dinero superfluo se pudiera convertir en oro y plata, rápidamente encontraría aplicación, enviándolo al extranjero, pero eso no puede ocurrir mientras no cambie de forma y continúe siendo moneda de papel. En poco tiempo habría una aglomeración en las ventanillas de los bancos por toda la cantidad que representa ese papel superfluo, y si se tropezaría con alguna dificultad o resistencia para cambiarlos, subiría de grado aquella, fomentada por la alarma que tal situación ocasionaría”⁶¹.

⁶¹ Smith, A., (1982). *La riqueza de las naciones*, Fondo de Cultura Económica, México, Capítulo. II, p. 272.

2.2.1. El enfoque de David Ricardo

Por su parte, Ricardo sostiene que ese exceso sí entra en la circulación, y provoca un incremento proporcional en los precios, un déficit comercial y, por último, una salida de metal por un monto igual al excedente generado. Al respecto, Ricardo dice:

“La razón por la cual se exportó el oro cuando se lanzó papel a la circulación, no fue que el papel y el oro no pudieran ser absorbidos en la masa, sino la disminución del valor de la moneda aquí, mientras conservará afuera su valor intrínseco, que lo convirtió en un artículo de exportación provechos”⁶²

De acuerdo con Ricardo, en un primer momento, el canal de la circulación absorbe la cantidad adicional de dinero, pero posteriormente por la vía de los precios y del déficit comercial, expulsa aquella parte que puede circular en el exterior. Según él, la circulación no puede llegar a ser redundante. Si es de oro-plata, todo aumento de su cantidad se reparte por el mundo. Si es de papel, se difundirá sólo por el país donde ha sido acuñado. Sus efectos sobre los precios serán locales o nominales únicamente, ya que a los compradores extranjeros se les ofrecerá una compensación por medio del cambio⁶³. Lo que significa que si la circulación fuera puramente metálica, la cantidad de dinero se adaptaría a cierta cantidad de equilibrio. En tal situación, cada país conservaría una cantidad de metal, según el volumen de su comercio y el desarrollo relativo de sus instrumentos de crédito.

De acuerdo con este razonamiento de Ricardo sobre la distribución de los metales preciosos, las monedas de los diferentes países tenderán a conservar el mismo valor, con mínimas diferencias en términos de mercancías. Si un país descubre una mina o aumenta la producción en las ya existentes, sus precios se incrementarán en una proporción igual al incremento del metal, debido a que el oro entra a la circulación como dinero. El incremento en los precios provoca un

El subrayado es nuestro.

⁶² Ricardo, D. (1959), “Notas a Bentham”, en P. Sraffa (editor), David Ricardo. Obras y correspondencia, Vol. III, Fondo de Cultura Económica, México, p. 241.

⁶³ Ricardo, D. (1973), op. cit., p. 263.

déficit ante los demás países, lo que a su vez genera una salida de metal hacia aquellos países en donde el poder de compra se volvió más elevado. El resultado final de este proceso de ajuste, según Ricardo, es una disminución en la cantidad de dinero en el país minero, con el consiguiente restablecimiento del nivel de precios entre este país y el resto⁶⁴. Ricardo afirma que, en la nueva situación de equilibrio, las exportaciones e importaciones de todos los países se compensarán mutuamente, en tanto que las transacciones se pagarán mediante la compensación de las letras de cambio. No se efectuarán transacciones de metal, ya que éste tendría el mismo poder de compra en todos los países. En otras palabras, la proporción entre el comercio y la moneda de cada país existente antes de la introducción de la cantidad suplementaria de metal, ha sido de nuevo restablecida⁶⁵.

En una situación de circulación combinada metal-billete, Ricardo afirma que, si un país introduce una cantidad suplementaria de billetes, *ceteris paribus*, una cantidad igual de metal será exportada hasta que se restablezca el equilibrio⁶⁶. Y, es el metal el que sale del país, debido a que el dinero bancario no tiene un valor intrínseco. A nivel internacional, el dinero bancario no tiene ningún valor y, por ende, no puede ser aceptado como medio de pago en un país diferente de donde fue emitido.

En el caso de una circulación solo fiduciaria, las emisiones adicionales entrarán en el canal de la circulación, provocando una disminución en el valor de la unidad monetaria en proporción al aumento en la cantidad de billetes. Con respecto a la cantidad de dinero necesaria para el comercio, Ricardo sostiene que ésta es indefinida, debido a que el comercio es “insaciable”, pero el valor de la unidad

⁶⁴ Este razonamiento presente primero en Hume, y retomado posteriormente por Ricardo, difiere del análisis de Smith. Para éste teórico, al volverse excesiva la cantidad de moneda metálica, ésta no tiene poder de compra debido a que no entra en el canal de la circulación. Precisamente, para recuperar su poder de compra es necesario que sea enviada al exterior.

Para Ricardo, las piezas metálicas sufren una disminución en su poder de compra en el país que se efectúa un incremento en la cantidad de dinero en circulación; y por ello, son enviadas a un país donde puedan ser cambiadas por una mayor cantidad de riqueza.

⁶⁵ Ricardo, D. (1973), op. cit., p. 265.

⁶⁶ Solís, R., (1999), op. cit., p.133.

monetaria será proporcional al valor global de la masa en circulación⁶⁷. En este contexto, de acuerdo con Ricardo, para restablecer el valor al billete de banco, es necesario retirar billetes de la circulación, hasta que la unidad monetaria recupere su valor inicial. En consecuencia, el valor del billete, como el del oro, está regido por su cantidad. Si la exportación de oro estuviese prohibida, y esta ley no se violara, los dos tipos de moneda, metálica y billetes (fiduciaria), no presentarían diferencias en relación a sus efectos sobre los precios, como consecuencia de variaciones en su cantidad⁶⁸.

De acuerdo con el razonamiento de Ricardo, el uso de billetes en lugar del oro, significa una sustitución de un medio costoso por otro más barato, y permite al país, sin ocasionar ningún problema, destinar el oro que antes se utilizaba para este fin, a usos productivos (compra de materia prima, alimentos, activos fijos, etc.) que incrementan la riqueza. Con base en esta tesis, Ricardo considera que la circulación perfecta es la que está basada solo en moneda fiduciaria⁶⁹. Pero, surgiría un problema, que es el de controlar su cantidad, ya que:

“La experiencia muestra, sin embargo, que ni un Estado ni Banco alguno han tenido el poder irrestricto para emitir papel moneda sin abusar de ese poder; por ello en todos los Estados la emisión de papel moneda deberá estar bajo una cierta vigilancia y control, y ninguno parece ser tan adecuado para ese propósito como el de sujetar a los emisores de papel moneda a la obligación de pagar sus billetes en metal noble o en oro acuñado”⁷⁰

Como vemos, para Ricardo la convertibilidad de los billetes en metal es un medio que garantiza el control de la emisión de moneda fiduciaria por parte de los bancos. A través del control de la cantidad, mediante la convertibilidad, se garantiza la estabilidad de los precios y; por tanto, la estabilidad monetaria. De esto se desprende la posición de Ricardo, en el sentido del establecimiento de un principio rígido que regule las emisiones de billetes como si se tratara de moneda metálica. En concreto propone que la cantidad de billetes en circulación sea

⁶⁷ En este punto, Ricardo difiere de Smith. Para el primero, el valor del billete está siempre ligado a su convertibilidad, basándose en la posibilidad de que la reserva metálica desaparezca, por ejemplo, debido a una invasión de un ejército enemigo. En tal circunstancia, según él, los billetes no tendrían valor.

⁶⁸ Solís, R. (1999), op. cit., p. 133.

⁶⁹ Ricardo, D., op. cit., p. 269.

⁷⁰ *Ibíd.* p. 266.

ajustada en función de los movimientos externos del metal. Según él, el banco no tendría el poder para modificar la cantidad de billetes emitidos. En consecuencia, no generará perturbaciones monetarias, sólo se registrarán cambios provocados por variaciones en el propio patrón de moneda, los cuales son inevitables.

En su “*Plan for the establishment of a national bank*”, Ricardo propone que se le retire al Banco de Inglaterra el poder de emitir billetes y separar su actividad monetaria de la actividad bancaria o de crédito. Sugiere que el poder de emisión sea confiado a un grupo de emisarios independientes del gobierno, pero responsables ante el Parlamento. La emisión de billetes sin respaldo metálico tendría un monto limitado, y para las emisiones que excedan ese límite será necesario un respaldo del cien por ciento⁷¹.

Según Ricardo, es la cantidad de billetes emitida la que se ajusta a las variaciones del metal disponible. El centro de emisión no podrá determinar ni la cantidad de billetes que se pondrán en circulación, ni el monto de reservas necesario para el respaldo de sus emisiones. En opinión de Ricardo, la ventaja de este sistema que propone, estriba en la seguridad de que el banco no generará problemas en el comercio internacional (que consistirá fundamentalmente en mercancías, y se ajustará automáticamente a los tipos de cambio), tampoco provocará variaciones arbitrarias en el patrón, el cual funciona internamente como medida de deudas y de riqueza. De esta forma, concluye Ricardo, se garantiza la justicia entre deudores y acreedores y entre quienes reciben ingresos fijos y aquellos cuyos ingresos se adaptan a las variaciones del valor del dinero⁷².

2.2.2. La crítica a la *Regla de Circulación Fiduciaria* de Ricardo

De acuerdo con el enfoque de Thornton, un mecanismo rígido como el propuesto

⁷¹ Sraffa, P. (editor) (1959). David Ricardo. Obras y correspondencia, Fondo de Cultura Económica, Vol. IV, p. 214

⁷² *Ibíd.*, Vol., III, p. 189.

por Ricardo, consistente en que el banco reduzca sus emisiones y sus créditos en función de las disminuciones en sus reservas metálicas, puede conducir a una quiebra generalizada⁷³. Él sostiene que quienes recomiendan estas medidas rígidas, desconocen dos aspectos importantes del funcionamiento de los bancos centrales, en este caso del Banco de Inglaterra: en primer lugar, su relación con los bancos ordinarios; y en segundo, la diversidad de situaciones a que se enfrenta como centro de reservas.

2.2.2.1. Función y uso de las reservas

Con respecto a su función de guardián de las reservas, Thornton ubica dos usos posibles que el Banco de Inglaterra puede darles, o que se ve obligado a darles. Una es la convertibilidad de los billetes en metal, misma que debe realizarse periódicamente para dar confianza a los poseedores de aquéllas, en torno a la igualdad entre el valor de los billetes y el del metal patrón de medida. Las pérdidas que resulten de una prima sobre el lingote sólo son soportadas, asegura Thornton, por el Banco de Inglaterra. El temor de encontrarse en esa situación, constituye el obstáculo más importante al deseo de aumentar las ganancias del banco, a través de las nuevas emisiones. En este sentido, Thornton opina que la necesidad que tienen los directores del banco de prever el exceso del precio del lingote sobre las guineas con el mismo título, limita la cantidad absoluta de su papel moneda⁷⁴

El segundo uso, es la exigencia de la conformación de una reserva que surge del funcionamiento del sistema patrón de medida internacional, al cual estaba adherida Inglaterra. El envío de metal que sirve como moneda, permite controlar las fluctuaciones del tipo de cambio que resultan de las fluctuaciones extraordinarias en la balanza de pagos. Al respecto, Thornton agrega que las malas cosechas pueden generar una balanza de comercio desfavorable, en tanto que un gran capital en guineas debilita los efectos negativos de ese déficit

⁷³ Solís, R. (1999), op. cit., p.136

⁷⁴ *Ibid.*, p. 137.

comercial.

Por otro lado, Thornton afirma que la exportación de oro⁷⁵ sirve para mejorar el cambio, ya que esto permite acabar con las deudas y evita la depreciación del papel-moneda en Inglaterra, en relación a las monedas empleadas en el intercambio con otros países. En situaciones extraordinarias, una reserva importante de metal permite al banco resolver la situación sin recurrir a la suspensión de pagos. En casos extremos, Thornton considera que ninguna reserva alcanza para enfrentar situaciones de pánico. En palabras de Thornton:

*“Es deseable que las reservas de oro sean suficientemente elevadas para enfrentar una demanda extraordinaria proveniente del exterior o del interior, aunque en una situación de pánico sea muy difícil hacer una estimación de lo que serían esa demanda. Si, además, una situación de este tipo se vive en un periodo en el cual dichas reservas se han visto mermadas, por un déficit en la balanza de pagos, no habrá cantidad suficiente de reservas que puedan enfrentarla”*⁷⁶

En el ámbito internacional, según Thornton, las reservas que un país debe constituir depende de las fluctuaciones en las importaciones y exportaciones y de los riesgos provenientes de las operaciones especulativas contra la moneda, que los directores de los bancos anticipan. Si ante una baja del tipo de cambio, debido a un déficit comercial, los especuladores extranjeros consideran que la antigua paridad no podrá ser restablecida, la salida de capitales colocados en Londres agravará la situación. En cambio, si ellos anticipan que la baja del tipo de cambio solo es temporal, trataran de colocar sus capitales en Londres para obtener la tasa de interés normal, y la ganancia resultante del restablecimiento de la paridad.

La estabilidad histórica de la moneda inglesa, afirma Thornton, es un elemento a favor del banco, ya que los especuladores extranjeros han mostrado confianza en el restablecimiento de la paridad. Pero, para que esa confianza no desaparezca es

⁷⁵ A este respecto, Thornton agrega que, el envío de metal al extranjero permite: moderar el precio del trigo y, a través de esto, limitar el alza de los precios, de lo contrario, éstos se elevaran en el interior; y reducir la tasa de interés demandada por los acreedores extranjeros, que en periodos de guerra o de conmociones en el comercio y el crédito internacional, son muy elevadas.

⁷⁶ Tomada de Solís, R. (1999), op. cit., p. 138.

necesario usar las reservas⁷⁷ cuando se presenta un déficit comercial con el propósito de controlar la baja en los tipos de cambio. Esta medida, de acuerdo con Thornton, debe ser parte de las reglas del funcionamiento del banco, pues contribuye al desarrollo de la confianza en la libra esterlina.

Desde la perspectiva de Thornton, el funcionamiento y gestión del Banco de Inglaterra no se reduce al problema del monto de billetes por emitir –como lo consideraba Ricardo–, sino también implica decidir sobre la constitución y conservación de las reservas. Si consideramos que el banco es al mismo tiempo un establecimiento comercial, que opera con el afán de obtener una ganancia, comenta Thornton, no debe olvidarse que dicha ganancia, que parece depender exclusivamente del volumen de las emisiones, es también producto de la confianza en los billetes. Por ello, el banco está obligado a limitar sus emisiones y a conservar una reserva metálica, de tal forma que garantice la estabilidad monetaria y una ganancia sobre su capital, de acuerdo con la tasa de ganancia corriente.

Para Thornton, estos dos objetivos no siempre son compatibles. Al señalar esta incompatibilidad, él introduce un elemento esencial en el funcionamiento de todo banco central. Efectivamente, en tiempos de crisis, el Banco de Inglaterra tiende a proteger sus reservas, reduciendo su crédito como lo haría cualquier banco ordinario. Al reducir sus emisiones, genera un encarecimiento artificial del dinero, que afecta al sistema bancario en su conjunto; deprimiendo así la actividad económica, con lo que origina nuevas quiebras. Tal situación, dice Thornton, es tan peligrosa como la depreciación de la moneda, si ésta provoca una disminución en las reservas, la depresión y las quiebras pueden impedir el reembolso de las deudas en poder del banco y del sistema bancario en su conjunto.

⁷⁷ Siguiendo a Thornton, las variaciones en el monto de las reservas depende de la opinión que tienen los banqueros y los negociantes sobre las posibilidades de ser obligados a pagar sumas altas de dinero, ya sea como consecuencia de las variaciones en el comercio exterior, o por problemas generados por la circulación de los billetes de los bancos comerciales. Ver Solís, R. (1999), op. cit., p. 139.

Este comportamiento del Banco de Inglaterra, agrega Thornton, es una prueba de la incomprensión, por parte de los directores del banco, del papel que le corresponde a éste, en tanto centro de reservas del sistema de crédito. Dicha función lo obliga a actuar en ocasiones como estimulante, y en otras como freno de la actividad económica, según sea la tendencia hacia la depresión comercial o hacia la depreciación de la moneda. En otras palabras, el banco central no es un banco ordinario debido al papel que desempeña en la estabilidad monetaria y en el desarrollo de la actividad económica.

Con estos señalamientos, Thornton fue el primer teórico en poner atención sobre el carácter y naturaleza del banco central, y en este sentido, representa un antecedente del análisis que, un siglo después, desarrollaría Keynes.

Respecto a la crítica de Ricardo, en el sentido de que el banco redujo el monto de sus reservas con el propósito de incrementar sus operaciones crediticias; de tal forma que en 1797 fue incapaz de hacer frente a la demanda extraordinaria de los pagos en metal; Thornton considera que dicha crítica es injusta⁷⁸, ya que la situación financiera y el nivel de sus reservas dependen de la situación del país.

2.2.2.2. La emisión de billetes y el nivel de las reservas

Ante la incapacidad de predecir sucesos extraordinarios, Thornton afirma que es prácticamente imposible que el banco constituya una reserva o fije una cantidad de billetes, con lo que se asegure la protección del sistema contra todo riesgo. De ahí que el banco siempre esté ante la posibilidad de agotar sus reservas, independientemente del monto que ellas representen.

⁷⁸ En este sentido, él afirma, que los directores del banco no podían haber previsto que la guerra serían tan aguda, prolongada y costosa como lo fue. Además, dice, era difícil que dos malas cosechas consecutivas obligarán a comprar de 15 a 20 millones de libras esterlinas de trigo. En su palabras: *“Si esos diversos acontecimiento no fueron previstos por nadie, ¿cómo se podría acusar a los directores del banco de no haber sabido preverlos, y de no haber sabido preverlos, y de no haber tomado las precauciones relativas a hechos fuera de toda verosimilitud?”*. Thornton, H. (1939), *An Enquiry into the Nature and Effects of the Paper Credit of Great Britain*, en edición de F. Hayek, Londres, p. 166.

Frente a una situación de pánico, de acuerdo con Thornton, es necesario que el banco tranquilice a los negociantes sobre la conservación del nivel habitual de los billetes. La demanda de pago será mayor si el banco, con el argumento de proteger sus reservas, disminuye drásticamente sus créditos. En situaciones extraordinarias o de crisis, su comportamiento debe ser, por tanto, el opuesto al de un banco ordinario.

Para Thornton, es difícil determinar con precisión la cantidad de dinero que puede “circular fácilmente”, o la cantidad necesaria para no “desbordar en canal de la circulación”, como lo señalaba Smith. En efecto, si los negociantes anticipan una reducción del crédito bancario, tienden a conservar guineas o billetes en lugar de letras de cambio, las cuales producen una tasa de interés; pero ellos prefieren dejar de percibir este interés a enfrentar una falta de liquidez⁷⁹. Esto disminuye la velocidad de circulación de los billetes y de las guineas, en el momento en que estos pasan a formar parte de los fondos líquidos de los negociantes. Si este incremento en la demanda de liquidez, por motivo precaución, conduce a una tendencia depresiva, el banco debe, según Thornton, incrementar temporalmente sus emisiones. Una vez superada la situación y, en la medida que los instrumentos recuperen su velocidad de circulación normal, el banco debe restablecer el monto habitual de billetes. Si no actúa en este sentido, corre el riesgo de enfrentar una demanda especulativa de conversión de billetes.

Por lo anterior, Thornton era partidario de que el banco central contara con cierto margen de maniobra, a diferencia de la posición de Ricardo, quien estaba en contra de que el Banco de Inglaterra gozará de un poder discrecional. Esta discrepancia entre estos dos teóricos, abre dos vertientes al interior de la tradición clásica en materia de moneda y crédito⁸⁰.

⁷⁹ Hicks considera que no es excesivo deducir de este razonamiento de Thornton, lo que posteriormente Keynes llamaría preferencia por la liquidez, aunque aquí lo que Thornton está considerando es el motivo precaución de Keynes, no el motivo especulativo. Ver Hicks, J. R. (1970), op. cit., p. 207.

⁸⁰ *Ibíd.*, p. 196.

De acuerdo con lo expuesto hasta aquí, el debate entre Ricardo y Thornton se centra básicamente sobre las causas de una perturbación monetaria y la naturaleza y características del Banco de Inglaterra, así como de su papel en la estabilidad monetaria. Para Ricardo, la emisión extraordinaria de billetes provoca una pérdida en los cambios de moneda y obliga a establecer una prima sobre el oro. Según él, estos dos fenómenos son la prueba de la depreciación de los billetes que su sobreabundancia provoca. Así, toda perturbación monetaria tiene como origen una política de emisión demasiado liberal; y el restablecimiento del equilibrio sólo es posible a través de una reducción de billetes proporcional a la depreciación. Por el contrario, Thornton afirma que las fluctuaciones de la balanza de pagos puede también provocar una pérdida en los cambios de moneda y un premio sobre el oro. En una situación de suspensión de pagos, Thornton señala que el mecanismo de transferencia del metal es perturbado, y el funcionamiento del mercado de metal oro se ve alterado como consecuencia de la situación especial en que se encuentra el Banco de Inglaterra. En estas condiciones, el pago de los déficit de la balanza de pagos debe llevarse a cabo de manera diferente que en tiempos normales. Los negociantes no pueden recurrir al Banco para obtener metal a cambio de sus billetes. Entonces, dirigirán sus demandas hacia las guineas en circulación, que adquieren, por este hecho, una prima. A pesar de la fundición y envío de guineas bajo la forma de lingotes, el tipo de cambio sobrepasa el nivel de los puntos de oro, el cual en tiempos normales constituye el límite de la pérdida en los cambios de moneda.

Según Thornton, si las perturbaciones tienen como origen un hecho extraordinario⁸¹, el banco no puede reducir sus créditos, pues corre el riesgo de provocar una depresión. Efectivamente, siguiendo la argumentación de Thornton, cuando se generaliza la desconfianza después de un pánico colectivo, provocado por una invasión extranjera, o simplemente por la desaparición de las guineas de la circulación, los negociantes tratan de incrementar sus fondos líquidos. Si la

⁸¹ Como malas cosechas, salida de oro bajo la forma de subsidios a los países aliados durante una guerra, etc.

disminución en la circulación (generada por las guineas fundidas y exportadas, así como por la nueva demanda de liquidez) se acompaña de una disminución en las emisiones del banco (y, por tanto, de las emisiones del conjunto del sistema bancario), las actividades manufactureras y comerciales corren el riesgo de verse interrumpidas. En estos casos, Thornton considera que el banco debe tomar una decisión extraordinaria, que consiste en aumentar sus emisiones con el propósito de tranquilizar a los negociantes, al satisfacer aunque sea parcialmente su demanda de liquidez, con lo que aminorará las tendencias deflacionistas que acompañan a este tipo de situaciones.

Con estas recomendaciones, Thornton prefigura la función del banco central como el prestamista de última instancia. Posición totalmente inconcebible en Ricardo, pues, como dijimos, para él, la causa de la depreciación de la moneda es precisamente la emisión excesiva de billetes. Además, para éste, toda depreciación conduce al banco a una reducción proporcional en la cantidad de billetes que mantiene en circulación, independientemente del contexto o de las consecuencias depresivas que dicha medida provoque⁸². Es decir, para Ricardo, no se generan los efectos deflacionista que Thornton señala, debido a que para aquél, el dinero solo desempeña un papel instrumental, sin efectos sobre el nivel de la actividad económica.

Así, para Ricardo, como para toda la tradición clásica, el nivel de la actividad económica sólo depende de las condiciones reales, específicamente las referentes a la rentabilidad del capital, que son las que fijan el límite de los recursos para invertir. En consecuencia, el dinero no desempeña ningún papel en la determinación de ésta rentabilidad; de tal forma que las variaciones en la oferta de dinero no se reflejan en el ritmo de la actividad económica. La posibilidad de una depresión económica provocada por una falta de liquidez, argumento central de Thornton, está ausente en la concepción de Ricardo.

⁸² Solís, R. (1999), op. cit., p. 145.

En el análisis de Ricardo, la emisión de billetes debe ajustarse estrictamente a la evolución de sus reservas; por tanto, el banco desempeña un papel pasivo. En cambio, para Thornton, el comportamiento del Banco de Inglaterra debe ser activo. En tiempos normales, dice Thornton, el banco debe realizar las siguientes actividades: 1) Controlar el ritmo de emisión de los billetes bancarios, mediante la regulación de la obligación para los bancos provinciales, la cual consiste en intercambiar a la par sus billetes contra los del Banco de Inglaterra; 2) Apoyar a los bancos provinciales que, por razones externas a su actividad de emisión y de préstamo, se encuentran frente a una demanda extraordinaria de pagos; 3) Ajustar la cantidad de emisión de acuerdo con la estabilidad de la moneda, mediante el mantenimiento de la convertibilidad de los billetes en metal al precio definido por la ley. De acuerdo con esto, el banco debe reducir los créditos otorgados a partir del momento en que aparezca en el mercado una prima sobre el oro lingote; 4) garantizar el envío de oro al exterior, de acuerdo con los principios que rigen el funcionamiento del sistema patrón-oro; y 5) Las anteriores funciones obligan al banco a prever una reserva de metal, la cual permita garantizar la convertibilidad al interior y los envíos de metal al exterior, que debido a la variación de las operaciones con el exterior, en ocasiones es necesario realizar.

En el caso de situaciones extraordinarias y/o de crisis, el banco debe realizar las siguientes funciones: 1) Evitar una depresión del crédito, la cual puede conducir a una grave interrupción de las actividades económicas. Si la causa fue originada por un suceso extraordinario, debe generar confianza entre los negociantes proporcionando una cantidad suplementaria de billetes; incluso en una situación en que el oro esté saliendo del país; 2) Una vez superada la crisis, el banco debe ajustar inmediatamente la cantidad de billetes en circulación, con el propósito de evitar operaciones especulativas que amenacen su propia solvencia; y 3) Solicitar al Parlamento la suspensión temporal de los pagos, si se prevé que un suceso extraordinario puede conducir al agotamiento de las reservas. Durante el tiempo que dure la suspensión, el banco debe actuar de tal forma que pueda garantizar el restablecimiento de la convertibilidad tan pronto como las condiciones lo permitan.

De lo anterior, se desprende la convicción que tenía Thornton sobre la capacidad del Banco de Inglaterra para atenuar los efectos de las fluctuaciones naturales de la economía; actuando en un auge mediante una reducción en la cantidad de crédito, y en un recesión a través de la flexibilización de su política de descuento. Con esta posición, Thornton está sugiriendo que el sistema económico es inestable, razón por la cual la política monetaria debe buscar atenuar los efectos de esta inestabilidad sobre el sector real⁸³.

En una situación normal, Thornton coincide con la posición de Ricardo, pero Ricardo no menciona otra situación, lo que significa que para él, a diferencia de lo que supone Thornton, existen fuerzas naturales que conducen necesariamente al equilibrio. Esto deja ver que entre ambos teóricos, existe una diferencia conceptual sobre el funcionamiento del sector real de la economía y, en consecuencia, sobre la articulación de éste con el sector bancario y las instituciones que lo integran.

Estas diferencias, en particular la referente al papel activo del sistema bancario en la economía, coloca a Thornton más cerca de la concepción mercantilista que de la tradición clásica. Recordemos que en la doctrina mercantilista se le atribuye a la oferta de dinero un papel importante en la fijación de la tasa de interés y, a través de ésta, en la expansión del comercio. Al respecto Hicks dice:

“Lo que hemos dicho hasta ahora se podía decir sin atender seriamente a la evolución del crédito. Ahora bien, ya en tiempos de Ricardo –y, desde luego, mucho más en tiempos de Mill, una generación después-, el crédito se había desarrollado mucho y rápidamente. Al intentar tratar el sistema monetario como un sistema metálico. Ricardo mira hacia atrás. En su tiempo, el sistema monetario en términos del cual Ricardo pensaba era ya cosa del pasado.

Por lo menos para uno de sus contemporáneos esto estaba claro. Ricardo debió leer la “Enquiry into the Nature and Effects of the Paper Credit of Great Britain” de Henry Thornton (de 1802, seis años antes de que Ricardo comenzara a escribir), pero lo pasó por alto. Thornton presenta una teoría a corto plazo no muy diferente a la de Hume; pero tal teoría la construye Thornton en términos de una economía crediticia. De hecho, el análisis de Thornton constituye el mejor análisis del funcionamiento del sistema crediticio que saliera de la pluma de los más antiguos economistas. Como teoría a corto plazo puede ser

⁸³ Hicks, J. R. (1970), op. cit., p. 194.

interpretado en una forma que le acerca mucho a Keynes.

Thornton no sólo reconoce (como Hume) que, en el corto plazo causas monetarias pueden tener efectos reales, sino que también puede suceder a la inversa. Las causas reales pueden tener efectos monetarios. Un sistema monetario se expandirá automáticamente si se dan causas reales para una expansión de la actividad (más o meno, lo que más tarde Keynes llamaría un incremento en la eficiencia marginal del capital); el crédito se contraerá automáticamente, si se produce un repentino pánico (que implicaría un notable incremento en la preferencia por la liquidez) o si hay cambios en la demanda de capital que impulsan la contracción. Algunas de estas expansiones y contracciones son deseables, otras indeseables. Consecuentemente, Thornton pensaba que el sistema crediticio debía ser controlado o dirigido. Dirigido por un banco central cuyas operaciones deberían regirse por juicios sobre la situación y que no podía someterse a reglas mecánicas⁸⁴

Partiendo de estas diferencias, Hicks considera que es posible distinguir al interior de la tradición clásica, dos vertientes analíticas: la de Ricardo y la de Thornton. Con respecto a la primera, él afirma, que dominó la teoría y la legislación monetaria de la Inglaterra del siglo XIX; en tanto que la segunda, dominó la política monetaria y el funcionamiento de los bancos centrales, a los que Ricardo no otorgaba ningún poder de decisión. En palabras de Hicks:

*“[...] podemos distinguir dos corrientes del pensamiento entre los economistas clásicos. Una (representada **grosso modo**, por Ricardo y sus seguidores) defendía la idea de que todo marcharía bien si se encontraba la forma de que el crédito funcionara como lo hacía el dinero metálico, la otra (representada por Thornton y Mill, según nuestra limitada investigación), defendía la posición de que el dinero bancario debía ser administrado, aunque fuera difícil administrarlo y controlarlo (según se admitía). Esta es una diferencia importante, la cual perdura aún después de Keynes. Ahora bien, ¿qué sucedería con estas dos corrientes de pensamiento en el periodo neoclásico, después de Mill? [...]. La doctrina ricardiana se hizo doctrina oficial, o quizá se podría decir que muchas cosas que sólo tenían sentido en términos de Ricardo constituyeron la doctrina oficial. Esta doctrina tuvo vigencia durante tanto tiempo, de tal forma que fue presentada por Keynes como la doctrina clásica que debía ser acatada. Los banqueros hablaban en lenguaje ricardiano durante sus discursos. En los manuales, el sistema monetario con crédito muy desarrollado era analizado en términos ricardianos, en términos de **ratios** de liquidez, emisiones fiduciarias, etc. Sin embargo, esto era la teoría, en la práctica, se impuso más bien la escuela Thornton-Mill, estrictamente, de acuerdo con los principios ricardianos, no hubiera habido necesidad de desarrollar los bancos centrales”⁸⁵.*

3. RALPH G. HAWTREY

EL PAPEL DEL BANCO CENTRAL Y EL CARÁCTER INESTABLES

⁸⁴ *Ibíd.*, pp. 193-194. El subrayado es nuestro.

⁸⁵ *Ibíd.*, pp. 196-197. El subrayado es nuestro.

DEL SISTEMA DE CRÉDITO

Durante los años posteriores a la primera guerra mundial, Ralph G. Hawtrey tuvo mucha influencia tanto en Inglaterra como en Estados Unidos. En Inglaterra ocupaba un importante puesto como funcionario del tesoro Británico, y sus trabajos eran utilizados en los cursos de teoría monetaria. En Estados Unidos el funcionamiento de la Reserva Federal se basaba, según Schumpeter, en los análisis de Hawtrey⁸⁶.

Hawtrey consideraba que el dinero debía constituir el punto de partida del análisis económico, antes de estudiar los precios relativos y el capital. Esta posición analítica ha sido la referencia para situarlo como un teórico heterodoxo de comienzos del siglo XX. En el mismo sentido opina Schumpeter, al sugerir que la teoría de Hawtrey constituye una reformulación original de la herencia marshalliana y de la influencia de Thornton, Ricardo, Wicksell y Knapp⁸⁷. Schumpeter también destaca los intentos de Hawtrey por explicar las fluctuaciones económicas a partir de elementos puramente monetarios⁸⁸, a diferencia de Mises y Hayek.

3.1. Antecedentes analíticos y contexto histórico

Cronológicamente, Hawtrey es posterior a Wicksell, pero anterior a Keynes. En la controversia abierta por Wicksell, Hawtrey aparece, según Schumpeter, como uno de los primeros en abandonar la posición que situaba a la tasa de inetrés monetaria como una variable subordinada a la tasa de interés natural, determinada ésta fuera del marco monetario. En este sentido, podemos decir que Hawtrey se anticipa a Keynes; sin embargo, Hawtrey trata de conciliar el papel activo del banco central y su influencia en la determinación de la tasa de interés,

⁸⁶ Schumpeter, J. (1984), *Historia del análisis económico*, Tomo II, México, pp. 258-264.

⁸⁷ *Ibid.*, p. 258.

⁸⁸ *Ibid.*, p. 261.

que ya había sido señalada por Thornton, con las conclusiones cuantitavistas de Ricardo y con la predominancia en el largo plazo de las variables reales sobre las monetarias⁸⁹.

A comienzos del siglo XX, el debate se centraba en torno al tema de las fluctuaciones económicas y de la distinción entre el corto y el largo plazo. Por su parte, Hawtrey basó su explicación de los ciclos en elementos puramente monetarios, pero a pesar de ello, no niega la validez de las tesis clásicas y marshallianas para el largo plazo⁹⁰. Él se aleja de la tradición clásica en la medida que su noción de base monetaria es la unidad de cuenta. Con este concepto central y un sistema de crédito, que él denomina “sin dinero”, llega analíticamente a lo que considera la característica fundamental del crédito: su naturaleza altamente inestable. En este punto, introduce en su modelo el dinero, para demostrar que es el medio de pago el que permite la viabilidad del sistema de crédito al corregir su carácter inestable. Con ello, dice Hawtrey, se alcanza el objetivo central de la política monetaria: el mantenimiento y estabilidad del patrón monetario, aspecto que constituye la principal preocupación de Hawtrey.

Este autor, al igual que Wicksell, supone un modelo en el cual el banco central y los empresarios (que en el caso de Hawtrey, se refiere a los mayoristas) son los agentes más importantes de la actividad económica y monetaria. Los fabricantes, los bancos ordinarios, los trabajadores y los minoristas participan igualmente en el proceso, pero su actividad es secundaria o subordinada a la de aquéllos. Esta asimetría en los agentes económicos es un elemento importante en su teoría.

En cuanto a su análisis de la actividad del banco central, Hawtrey constituye, como en el caso de Wicksell y Thornton, una tentativa de reformulación de la teoría cuantitativa del dinero. La interpretación clásica del principio cuantitativo,

⁸⁹ Por ello, no debe sorprender que Hawtrey defienda las proposiciones de Peel sobre la reforma del Banco de Inglaterra de 1844, al mismo tiempo que está de acuerdo con Tooke sobre algunos aspectos, y también coincide con Thornton sobre las medidas que debe adoptar el banco central en situaciones de crisis.

⁹⁰ Estas filiaciones teóricas muestran la complejidad para situar a Hawtrey en relación a la tradición y la heterodoxia analíticas.

que consiste en una noción mecánica del dinero vinculada a un régimen de trueque, es considerada por Hawtrey como insuficiente. La asimilación entre dinero y mercancía, que se deriva de la concepción de que “*si se vende mercancías y servicios por dinero, el dinero debe tener un valor como las mercancías y los servicios*”⁹¹, impidió, según Hawtrey, que se desarrollara una teoría cuantitativa fundada en el principio cuantitativo.

En esta concepción tradicional, el crédito es un simple sustituto del dinero en circulación; esto es, se pueden utilizar los instrumentos de crédito en sustitución del dinero, ya que ellos dan derecho a recibir dinero, que es lo único que justifica dicha sustitución. En consecuencia, la introducción del crédito en el análisis no cambia en nada la circulación monetaria. De aquí se desprende que la teoría cuantitativa, que afirma que el valor del dinero depende de su cantidad, se haya podido aplicar en el análisis de una circulación compuesta por moneda metálica y billetes; pero ello fue posible, señala Hawtrey, a condición de que la relación entre dinero y crédito no se modifique. No obstante, esta teoría no puede explicar cómo un cambio en los medios en circulación se refleja en una variación proporcional de los precios.

Según Hawtrey, la concepción de los economistas clásicos identifica la unidad de cuenta con un peso determinado de oro o de la mercancía que la costumbre o la ley fijaron como medio de pago⁹². Ello, dice, ha confundido las funciones de la primera con las del dinero, lo que ha impedido comprender la naturaleza de éste último. Pero, continua Hawtrey, no tiene más sentido que la obligación de pagar cierta cantidad de oro, no tiene importancia la idea de una unidad de medida de las deudas, distinta de una medida del oro. En este punto los clásicos cometen un error al considerar que la unidad monetaria de cuenta no tiene otro significado que un peso determinado de oro o de plata, representado por esa misma unidad al

⁹¹ Hawtrey, R. G. (1927), *Currency and Credit*, Longmans, Green and Co. Londres, pp. 34-55.

⁹² Un ejemplo de esto, lo constituye, según Hawtrey, la *Bank Charter Act de 1844*, en donde el término libra significa una cierta cantidad de oro, y lleva una marca en la cual se determina su peso y su título, y el compromiso de que pagar una libra sólo significa una promesa de pagar al portador, a su pedido, esta cantidad determinada de oro.

precio legal⁹³. Consecuentes con esta concepción, según Hawtrey, los economista clásicos afirmaban que el método más eficaz para protegerse contra la manipulación del papel bancario era ligándolo de manera estricta a una base metálica. En palabras de Hawtrey:

*“[...] en su conjunto, la mayoría de la gente considera todavía que un dinero sano significa como antes, una moneda metálica. Ven en ella, la única defensa contra la inflación, ese vicio financiero atrayente, pero insidioso”*⁹⁴

Según Hawtrey, la moneda metálica solo fue una solución concreta entre muchas posibles, a un problema más complejo que está relacionado con la inestabilidad del sistema de crédito. Al igual que Wicksell y Thornton, Hawtrey considera necesario reformular los conceptos de moneda y crédito como un paso necesario en la reestructuración de la teoría cuantitativista.

3.2. Dinero, mercado e instituciones bancarias

En su análisis del desequilibrio, Hawtrey fue muy claro respecto al papel altamente inestable del dinero y el funcionamiento de la banca. En este sentido, afirmaba que:

*“La inestabilidad del dinero es el origen de todos los problemas desde 1918: el desempleo del periodo de la interguerra; el sobreempleo y la escasez de empleo desde la Segunda Guerra Mundial; el descontento laboral expresado mediante las continuas demandas salariales; las penurias y la mala distribución generadas por la pérdida de valor de los pequeños ahorradores, primas y donaciones; el desconcierto por el continuo aumento de precios, incluso para aquellos ingresos que crecen a la par con la inflación; el colapso de los precios de los títulos gubernamentales por la pérdida de confianza sobre las monedas que están sobrevaluadas”*⁹⁵.

Para Hawtrey el concepto de “dinero inestable” iba más allá de la inestabilidad en el poder de compra que generan las fluctuaciones en los precios, se extendía a la forma como las instituciones financieras y monetarias desestabilizaban la economía. Si bien este análisis lo aborda en su teoría monetaria del ciclo de los

⁹³ Hawtrey, R. G. (1927), op. cit., p. 194.

⁹⁴ Ibid., p. 195.

⁹⁵ Hawtrey, R. G. (1962), *A Century of Bank Rate*, Frank Cass, Londres, p. XXII

negocios⁹⁶, los elementos que aporta lo diferencian de otros teóricos del ciclo de los negocios de su época, como Hayek y Schwartz. En efecto, el punto de partida de Hawtrey difirió radicalmente, pues reconocía que las estructuras y formas institucionales, a través de las cuales las economías se han desarrollado, condicionaron el papel del dinero y del financiamiento, lo que ha repercutido en el desarrollo de la economía.

El origen de esta concepción se encuentra en su análisis histórico sobre los arreglos monetarios y financieros, en particular en los esfuerzos del Banco de Inglaterra para relajar las restricciones del oro-estándar en el sistema crediticio existente en el siglo XIX, y el esfuerzo por resucitar el oro-estándar después de la Primera Guerra Mundial. Con base en este análisis, él proponía la aplicación de una política de tipo de cambio más flexible tendiente a evitar crisis financieras, que durante el periodo oro-barras (*cross of gold*), afectó a la economía inglesa, debido a los cambios en la oferta global del oro y en su distribución entre las naciones que comercializaban.

En consecuencia, según Hawtrey, las fluctuaciones en el sistema monetario y financiero afectaron al sistema económico natural, lo que requirió de la aplicación de políticas monetarias apropiadas para limitar la inestabilidad. Como vemos, Hawtrey introduce el funcionamiento de los mercados e instituciones para explicar los problemas económicos y el desequilibrio; es decir, no parte de equilibrios inmanentes al sistema económico para explicar los problemas económicos, no oscurece los desequilibrios para presentarlos en términos de equilibrios. Además, no buscó establecer leyes “naturales”, su propósito era mostrar que una economía crediticia no converge a un equilibrio estable, debido a que es afectada constantemente por cambios en la liquidez del sistema bancario; con lo que mostraba que la inestabilidad económica estaba asociada con el dinero y el crédito⁹⁷.

⁹⁶ Este análisis de Hawtrey quedó claramente expuesto en la tercera edición de su libro *A Century of Bank Rate*.

⁹⁷ Esta tesis es desarrollada por Hawtrey en su Capítulo VI de *Good and Bad Trade*, que se intitula “ A

En *Currency and Credit*, Hawtrey define a la moneda como dinero metálico y notas bancarias emitidas por el banco central, en tanto que al crédito se le considera fundamentalmente como depósitos en los bancos comerciales. La moneda circula a través de la economía, y el margen no gastado es pagado a los bancos o retenido, los cuales quedaban registrados en lo que actualmente se conoce como balances monetarios. De manera forzada, Hawtrey introduce en el margen no gastado todos los créditos disponibles en la economía⁹⁸, con la finalidad de demostrar que su planteamiento es consistente con la teoría cuantitativa del dinero. Esto lo lleva a afirmar que: “... *dadas las condiciones económicas, el nivel de precios es proporcional al margen no gastado*”⁹⁹. Esta afirmación sólo es consistente si se le ubica en el marco de las principales conclusiones del análisis de Hawtrey; esto es, que las fluctuaciones del dinero y el crédito son la causa de la inestabilidad económica en vez de los cambios proporcionales de los precios. Este mecanismo de inestabilidad funcionaba de la siguiente forma: los créditos al ser gastados se transforman en ingresos y, a partir de ahí, el ingreso determina el gasto¹⁰⁰. Sin embargo, él insistía en que, a largo plazo el ingreso es igual al gasto¹⁰¹; por tanto, el ahorro no fue un aspecto problemático en su sistema analítico. Con su insistencia en que el crédito era generador de ingreso, marcó un avance importante con respecto a la teoría cuantitativa del dinero¹⁰²

En su primer libro, *Good and Bad Trade* (1913), Hawtrey examina un mecanismo de ciclo crediticio sin introducir el equilibrio en el mercado. La inversión de capital por comerciantes y empresas se sustenta en una tasa de crecimiento esperada, que está definida en términos de valores laborables; si esta tasa es mayor a la tasa de interés, las empresas invertirán y expandirán la producción; por el

Monetary Disturbance in an Isolated Community with a Banking System”.

⁹⁸ Hawtrey, R. G. (1927), op. cit., pp. 38-55.

⁹⁹ Ibid., pp. 34-35.

¹⁰⁰ En este punto, Hawtrey utilizó el término de “demanda efectiva” para referirse al gasto. Ver Hawtrey (1913), *Good and Bank Trade*, p. 6.

¹⁰¹ Ibid., p. 34.

¹⁰² Realfoño, R. (1998), *Money and Banking Theory and Debate* (1900-1940), Cheltenham, Edward Elgar, pp. 19-20.

contrario, si ésta es menor, la inversión y la producción bajarán¹⁰³. Posteriormente, en su libro *Trade Depression and the Way Out* (1931), Hawtrey critica el supuesto de estabilidad que sostiene a la teoría cuantitativa del dinero. Al respecto dice:

*“Los bancos al restringir los créditos pueden desencadenar un círculo vicioso por deflación o, a través de la relajación del crédito pueden ocasionar un círculo vicioso de inflación. Cualquiera de estos procesos, una vez iniciados tiende a continuar a través de su propio momentum. En un caso, asegurarán una reducción acumulativa en la demanda, caída de la producción y de los precios, en el otro caso, se generará una demanda acumulativa expansiva, aumentando el producto y los precios. Consecuentemente, el crédito es inherentemente inestable”*¹⁰⁴

Así, de acuerdo con Hawtrey, en la práctica era difícil, *“tal vez nunca se lograría, un estado de equilibrio”*, ya que durante los: *“... Periodos de expansión o contracción crediticia, cuando llegan a su fase final, dejan tras de sí un legado de ajustes y antes de que terminen entra probablemente en acción otro movimiento”*¹⁰⁵

3.3. La inestabilidad del sistema crediticio y el desequilibrio

Como dijimos, Hawtrey inicia su análisis suponiendo la existencia de una sociedad que solo utiliza el crédito como medio de cambio, que tiene una unidad de cuenta pero no existe el dinero. Esta hipótesis central de una circulación basada en un sistema de crédito desarrollado, pero donde no hay dinero, es un recurso analítico que le permite a Hawtrey demostrar el papel preponderante que había adquirido el crédito en los negocios, de tal forma que las funciones del dinero se habían vuelto relativamente secundarias. En este marco analítico, él considera el intercambio como un proceso de creación–destrucción de deudas:

*“Es que una venta efectuada a cambio de dinero siempre puede descomponerse en una creación y una extinción de una deuda”; es decir, en dos operaciones de crédito”*¹⁰⁶.

Así, en esta economía toda operación de compra genera una deuda del comprador hacia el vendedor. La única condición previa para que el sistema de cambio funcione es la existencia y el reconocimiento de una unidad de cuenta común a los agentes. Esta es la medida a través de la cual todos los precios y

¹⁰³ Hawtrey, R. G. (1962), *Good and Bad Trade*, Frank Cass, Londres.

¹⁰⁴ Hawtrey, R. G. (1931), *Trade Depression and the Way Out*, Longmans Green and Co., Londres, p. 10

¹⁰⁵ *Ibid.*, p. 58.

¹⁰⁶ Hawtrey, R. G. (1927), *op. cit.*, p. 196.

todas las deudas serán expresadas y suscritas, respectivamente¹⁰⁷.

En la práctica, siguiendo a Hawtrey, los negociantes compensan una deuda con otra al recurrir al crédito como medio de pago. Deuda y crédito son dos nombres diferentes para una misma operación. Lo que es deuda para el deudor es crédito para el acreedor. Pero, las deudas de los comerciantes pueden no ser aceptadas por agentes que no pertenecen a su comunidad. Hawtrey cita el caso de los trabajadores, cuyo pago debe hacerse a través de una deuda distinta de la de los comerciantes.

Esta situación, dice Hawtrey, es resuelta por el banquero, quien es un agente especializado en el comercio de deudas. En otras palabras, en tanto se trate de operaciones entre comerciantes, las letras de cambio garantizan la realización de las operaciones. En el momento en que interviene un agente diferente es necesaria la intervención del negociante de deudas. De esta forma, la deuda bancaria se convierte en un medio de circulación más general, debido a que ella puede ser utilizada en cualquier operación, incluso entre agentes de distinta naturaleza. En este sentido, Hawtrey insiste en señalar que el billete bancario es una deuda privada, sometida a las mismas restricciones de solvencia y confianza aplicables a las deudas de los empresarios.

El sistema de crédito privado no presentaría ningún problema si todos los agentes saldaran íntegramente sus derechos y sus deudas al final de un ciclo. Si bien la compensación completa es formalmente posible, en la práctica esto es solo un caso excepcional. Generalmente, existen saldos no compensados entre los agentes, cuya liquidación, dice Hawtrey, exige la presencia de un instrumento de pago distinto de los instrumentos de crédito utilizados. En palabras de Hawtrey:

[...] en ausencia de dinero, hay cierta dificultad para finiquitar las transacciones. El valor

¹⁰⁷ En su análisis Hawtrey no estudia las variaciones en los precios relativos. Él se concreta a analizar las fluctuaciones del valor del dinero, que afectan a todas las mercancías, pero que no modifican sus precios relativos. Esta distinción entre precios relativos y precios monetarios es muy semejante a la presentada por Wicksell. El proceso acumulativo en éste último y la teoría monetaria de Hawtrey solo se refieren a los precios monetarios.

de una deuda depende de la solvencia del deudor. El crédito de un deudor ordinario no es bastante bueno, o en todo caso, no es bastante conocido para que su deuda, la cual no está garantizada por nada, sea considerada como un medio de pago aceptable. Eso basta para hacer necesario el uso de los créditos bancarios. Pero la solvencia de los bancos no está tampoco fuera de toda sospecha, y el problema no se soluciona con el intercambio de una deuda sobre un banco contra un derecho sobre otro banco. Evidentemente, se tiene necesidad de un medio de pago que, legalmente, no pueda ser discutido [...]. Comprendemos ahora cuál debe ser la primera función del dinero. Ante todo, debe proporcionar el medio de saldar legalmente una deuda¹⁰⁸

De acuerdo con Hawtrey el volumen de dinero en caja determina el monto de los créditos que ofrecían los bancos; no obstante, estas instituciones no podían inducir a los prestatarios a demandarlos, sólo podían modificar la tasa de interés de sus préstamos, con el propósito de atraer demandantes o desincentivarlos si los bancos prefiriesen mantener dinero en caja. Aunque, reconocía Hawtrey, la posibilidad de que los bancos modificarán el coeficiente de liquidez, para enfrentar sus pagos en efectivo por demanda contra depósitos.

3.3. El dinero como estabilizador del crédito

El papel de medio de pago de los saldos, una vez compensadas las deudas y los derechos, solo es una de las funciones del dinero, porque el dinero además proporciona un patrón de medida del valor, que permite corregir la inestabilidad del crédito. Esta última función es una consecuencia natural de la primera; por tanto, la estabilidad del crédito, dice Hawtrey, depende directamente de la estabilidad del valor del dinero.

De acuerdo con Hawtrey, el hecho de que los billetes bancarios circulen más fácilmente que las deudas de los negociantes, no basta para que sean dinero. Para que esto suceda, deben garantizar la estabilidad del valor de la unidad monetaria, lo cual es incompatible con la naturaleza de los instrumentos de crédito. El billete bancario, señala Hawtrey, simplemente es el crédito que permite a los comerciantes pagar a sus empleados, y que les garantiza a éstos el acceso a

¹⁰⁸Hawtrey, R. G. (1927), op. cit., pp. 20-21. El subrayado es nuestro.

cualquier bien o servicio.

El billete bancario simplemente es un medio de circulación más general que las deudas privadas; pero nada impide a los bancos aumentar o disminuir sus emisiones y, por ende, que la cantidad de billetes en circulación modifique al alza o a la baja el nivel general de precios. En consecuencia, si los empresarios consideran rentable aumentar su volumen de operaciones, los bancos pueden seguir ese movimiento, y adaptarse a cualquier nivel de precios que resulte. Este comportamiento es el que origina las fluctuaciones económicas, que como afirma Hawtrey, son provocadas por la inestabilidad inherente al crédito.

Recordemos que esta inestabilidad del sistema económico ya había sido estudiado por Thornton en su teoría del banco central y de la tasa de interés; posición que se distinguía de la de Ricardo, para quien el sistema económico tendía al equilibrio. Es cierto que la política monetaria de Thornton coincidía en varios aspectos con la de Ricardo; sin embargo, en lo referente a las medidas que se debían instrumentar para atenuar la inestabilidad diferían. En efecto, mientras Thornton proponía intervenir en el sector real en la dirección más adecuada, según la coyuntura; Ricardo se oponía a esta medida, ya que ello implicaba otorgarle poder al Banco de Inglaterra para emitir en exceso billetes.

Para Hawtrey, la inestabilidad también es inherente al funcionamiento de la economía, pero su causa se localiza en la dinámica del crédito. Así como en el análisis de Thornton la política monetaria tiene efectos estabilizadores, en Hawtrey también los tiene, pero como consecuencia de la introducción del dinero al interior del sistema de crédito.

Al igual que en la teoría de Wicksell, la inestabilidad que Hawtrey asocia al sistema de crédito, provoca un incremento o una disminución acumulativa en los precios. En otras palabras, para Hawtrey un sistema de crédito sin dinero puede generar una expansión o una contracción acumulativa si no se cuenta con un

mecanismo estabilizador. En Wicksell este mecanismo lo constituía la gestión de las reservas; en Hawtrey es el dinero. Sin el dinero, como para Wicksell la divergencia de la tasa de interés natural y bancario, cualquier nivel de precios es posible.

Para Hawtrey, una expansión del crédito provoca un incremento acumulativo de la producción y del empleo, hasta alcanzar el pleno empleo de los factores. Este proceso asume la forma de incremento de precios y salarios puramente nominales, expresados en la unidad de cuenta. En este sentido, la inestabilidad es inherente al crédito, y manifiesta que la unidad de cuenta permite expresar los precios, pero no tiene como función, ni puede, estabilizar los precios. Por tanto, y de acuerdo con el razonamiento de Hawtrey, en un sistema de crédito sin dinero, que fue el supuesto inicial de su análisis, el nivel de precios medido en la unidad de cuenta, está indeterminado. Este problema se resuelve con la introducción del dinero.

De esta forma, cuando en el sistema de crédito se introduce un patrón monetario¹⁰⁹, los banqueros adquieren la obligación de pagar en metal los billetes, que los poseedores les presentan para ese efecto. Esta obligación genera varios efectos. Al momento de pagar una deuda se entrega un cierto número de piezas cuyo peso y calidad han sido certificados por la Casa de la Moneda. Los bancos ya no pueden pagar con sus propias deudas si el poseedor del billete les pide el pago del mismo. Esta posibilidad los obliga a constituir y conservar una reserva en metal que garantice la convertibilidad de los billetes.

En estas circunstancias, los bancos ordinarios ya no tendrán la libertad que tenían en un sistema de crédito puro, porque, señala Hawtrey, la amenaza de insolvencia (ante la imposibilidad de no poder convertir los billetes en metal) repercutirá sobre su actividad, al perder la confianza de los agentes económicos. De ahora en adelante, el dinero metálico desempeñará un doble papel: medio de pago de los

¹⁰⁹ Como puede ser una moneda metálica como la que operó durante el patrón oro.

saldos y mecanismo de restricción para la actividad bancaria. Siguiendo a Hawtrey, la inestabilidad inherente al crédito encuentra en el dinero metálico una fuerza equilibradora, en el sentido de que los procesos de expansión y contracción del crédito ya no serán acumulativos.

Hawtrey explica este proceso de la siguientes forma: cuando se verifica una expansión, el volumen de recursos comprometidos por lo bancos aumenta, en tanto que el nivel de las reservas se mantiene constante. Por otro lado, con la expansión del crédito aumenta el volumen de los saldos a pagar con dinero; ello implica, para los bancos, la disminución de sus reservas y el riesgo de no poder hacer frente a sus compromisos. Esto explica por qué los bancos tratan de reducir su crédito, pues la expansión de éste provoca la disminución de las reservas. En situaciones como esta, el patrón oro desempeña un papel de estabilizador del sistema de crédito.

Ahora bien, el monto de moneda que los bancos conservan en caja depende de cuatro factores. Primero, del monto de notas bancarias emitidas por el banco central y el monto de lingotes de oro en el país, que bajo el sistema oro-estándar, determinan la emisión de billetes del banco central¹¹⁰.

Un segundo factor, que está relacionado con la liquidez del sistema bancario es la distribución del ingreso. En la época de Hawtrey sólo las personas acaudaladas y los empresarios demandantes de crédito tenían cuentas bancarias que utilizaban para realizar pagos. Esto condujo a Hawtrey a sostener que a mayor cantidad de trabajadores empleados en una empresa, mayor cantidad de dinero es retirada de los bancos¹¹¹.

¹¹⁰ Según Hawtrey, el colapso del sistema oro-estándar y la Gran Depresión de los años treinta, fueron originadas por las operaciones de mercado abierto, como una forma de mejorar las condiciones de liquidez del sistema bancario. Ver Hawtrey, R. G. (1931), op. cit., pp. 61-84.

¹¹¹ Este planteamiento colocó a Hawtrey como uno de los pioneros en la teoría económica, pues dicho argumento implicaba reconocer que la utilización de cuentas bancarias en los pagos era un medio para economizar dinero.

El tercer factor, y según Hawtrey, el más importante en la determinación de la liquidez del sistema bancario, es el nivel de la actividad económica, ya que de él depende la proporción de moneda emitida que circula fuera de los bancos. Aquí el papel de los comerciantes mayoristas o minoristas que financian sus *stocks* con créditos bancarios es fundamental. Si aumenta la tasa de interés, los comerciantes son inducidos a disminuir el uso del crédito, mediante la reducción del monto de *stocks* que retienen; como no pueden realizar esta acción mediante el aumento de las ventas (ello es una decisión de los clientes), sólo pueden recurrir a la reducción de sus pedidos a los productores. Así, menor demanda de pedidos y precios a la baja deprimen las tasas de ganancias, con lo que disminuye la producción y el empleo. El desempleo se mantiene hasta que la caída de los salarios restaure la tasa de ganancia. Con una cantidad de dinero dada, la producción y el intercambio con salarios y precios reducidos, pueden provocar acumulación de dinero en caja en los bancos, quienes a su vez podrían responder bajando la tasa de interés, estimulando de esta forma los préstamos¹¹² .

Por último, el cuarto factor que influye en la liquidez de los bancos está relacionado con el comercio internacional, debido a que en el periodo de entre guerras, bajo el sistema oro-estándar, se llevaron a cabo constantes embarques de lingotes de oro entre las naciones que comerciaban¹¹³ . Bajo este sistema monetario, una reducción en las reservas de oro, por exceso de importaciones, obligaba a los bancos centrales a reducir la cantidad de billetes en circulación, lo cual generalmente se realizaba a través de la venta de bonos gubernamentales. Con estas operaciones de mercado abierto se retiraba liquidez de los bancos, con lo que se limitaba el otorgamiento de préstamos; obligándose a los bancos a elevar la tasa de interés para atraer depósitos en dinero y desalentar los préstamos. Alternativamente, el banco central podía aumentar la tasa de interés para los depósitos en oro, a esta tasa se le denomina en Gran Bretaña, tasa bancaria (*Bank Rate*).

¹¹² Hawtrey, P. G. (1913), op. cit., pp.44-46.

¹¹³ Al respecto véase el Capítulo IX, de *Good and Band Trade*.

Para Hawtrey, el sistema monetario basado en un metal presenta fuertes deficiencia, ya que considera que la moneda metálica es imperfecta en el sentido de que el proceso de ajuste generalmente, se manifiesta como una crisis financiera. Esto es así porque cuando se expande el crédito y; por ende, se deprime la unidad monetaria y disminuyen las reservas bancarias, la recuperación se realiza mediante una drástica reducción del crédito, que eleva súbitamente el valor de todas las deudas, provocando quiebras en cascada. De hecho, dice Hawtrey, las crisis económicas son frecuentemente la expresión de este tipo de ajuste.

Para evitar estas crisis, señala Hawtrey, normalmente la moneda metálica debe acompañarse de la circulación del dinero de papel, esto es, del billete del banco central, cuya emisión podría ser incrementada si es necesario. Este papel-moneda, distinto de los billetes de los bancos ordinarios, permitió al sistema crediticio disponer de un medio de pago de los saldos y de un mecanismo de corrección más flexible que el de una moneda puramente metálica. La introducción del papel moneda del banco central, afirma Hawtrey, fue necesaria para estabilizar el valor de la unidad monetaria, amenazada por el otorgamiento de crédito por parte de los bancos ordinarios. Por tanto, el proceso crediticio debe incluir, además de los empresarios y los bancos ordinarios, al banco central.

Al respecto, recordemos que para Hawtrey el agente que representa al empresario es el comerciante mayorista, según él, éste prevé la demanda y regulariza la oferta; por ello, también determina la demanda de crédito. Con el crédito el empresario paga ganancias, salarios e intereses de aquellos que participan en la producción.

Por su parte, los bancos ordinarios son los negociantes de deudas, ya que estos bancos sustituyen, a través del descuento, su propia deuda por la de los empresarios. Como todo negociante, el banquero aspira a una ganancia, que

representa la retribución que la sociedad le otorga por encargarse de su deuda.

De acuerdo con Hawtrey, en todo momento existe en la sociedad un margen disponible de saldos¹¹⁴, que corresponde a los ingresos distribuidos a lo largo del proceso productivo, incluidas las ganancias de los empresarios, que no han sido gastadas y que los agentes mantienen en forma líquida. Este margen disponible, esto es, el poder de compra en manos de los agentes, corresponde a la fracción aún no vendida de la producción y a la deuda de los empresarios.

En la medida que el margen disponible, o saldo deudor de la sociedad, ha sido tomado por cuenta de los banqueros, los productores, en apariencia, dice Hawtrey, tienen derecho a comprar bienes y servicios para los cuales no poseen todavía una contrapartida. Sin embargo, los productores prefieren guardar una porción importante de su poder de compra en reserva; esto es precisamente lo que él denomina margen disponible. La sociedad puede, por tanto, no pagarle a los bancos su deuda de inmediato, por un monto equivalente a dicho margen. Por su parte, los bancos, que son los que se encargan de esta deuda, tiene derecho a obtener una ganancia. Esta ganancia que el productor y el comerciante pagan a los banqueros por el servicio proporcionado, viene como deducción del monto de la deuda¹¹⁵.

La ganancia bancaria toma la forma de una tasa de interés, que los banqueros cargan a los empresarios por el otorgamiento de crédito. De esta forma, los bancos influyen sobre la actividad de los empresarios, ya que estos últimos, fijan su nivel de actividad en función de la relación entre la tasa de ganancia esperada con sus inversiones y la tasa de descuento de corto plazo que fijan los bancos.

Si la tasa de descuento disminuye, los empresarios tratarán de aumentar el nivel

¹¹⁴ Siguiendo el razonamiento de Hawtrey, hay un saldo disponible que la sociedad debe a los empresarios, considerando que éstos son los que realizan la producción, incluso si el producto no ha sido todavía terminado o vendido, ya que según él, este saldo tiene la forma de un poder de compra en reserva, que denomina margen disponible.

¹¹⁵ Hawtrey, R. G. (1937), *Capital and Employment*, Longmans, Green and Co., Londres, p. 299.

de su actividad económica; por su parte, los ingresos de los dueños de los factores de la producción aumentarán en la misma cantidad. El gasto de estos ingresos confirmará las anticipaciones de los empresarios. La realización de esas ganancias y la posibilidad de incrementarlas aún más, conduce a los empresarios a aumentar nuevamente su demanda de crédito.

En la medida que las ganancias de los bancos aumentan en proporción al volumen del crédito otorgado, su interés por expandir la actividad económica coincide con el interés del empresario. Así, el volumen de los créditos nuevos se vuelve mayor que el de los créditos reembolsados, de tal forma que la expansión de la actividad está garantizada. Pero, tarde o temprano, dice Hawtrey, la capacidad de producción alcanzará su límite, y los precios de las mercancías registrarán un alza generalizada. Si no hay dinero, el factor estabilizador, dicha alza será acumulativa.

El carácter acumulativo del alza o la baja de los precios, según Hawtrey, muestra que el crédito como mecanismo de compensación de dichas deudas permitió la realización de las operaciones económicas, pero no puede garantizar la estabilidad del valor de la unidad monetaria. Para resolver este problema debe intervenir el banco central. Es decir, las operaciones realizadas por los empresarios y bancos ordinarios no generan los efectos necesarios para lograr un ajuste. Es el dinero el que genera esas fuerzas, y el banco central el encargado de ejercerlas. De esta forma, la moneda estabiliza al sistema de crédito, y el nivel de precios (expresado en dinero) resulta económicamente determinado.

El banco central es el responsable de la gestión de los medios de pago, que en situaciones normales, permite que los dispositivos automáticos respondan; sin embargo, agrega Hawtrey, los mercados generan situaciones extraordinarias, frente a las cuales el banco central debe contar con un mayor margen de acción; es decir, se deben flexibilizar las rigideces derivadas de la introducción del dinero. En efecto, las situaciones extraordinarias, obligan al banco a ejercer la función de

prestamista de última instancia. La posibilidad de incrementar las emisiones de billetes introduce al sistema la flexibilidad requerida, aunque esto puede alterar temporalmente el valor del dinero; no obstante, permite evitar las crisis que también, dice Hawtrey, podrían provocar variaciones en el mismo, además de sus efectos negativos en la actividad económica,

De acuerdo con Hawtrey, la disminución de las reservas del banco central es el indicador de que existe una expansión del crédito. El sentido del movimiento de las reservas indica la orientación que debe tomar la política monetaria de ajuste. Cuando hay una expansión, el banco debe limitar el crédito, a través no de una disminución de la cantidad de billetes emitidos o de un racionamiento del crédito, sino de una alza de la tasa de descuento. Mediante el alza de la tasa de interés, el banco central influye sobre la cantidad de crédito demandado por las empresas, quienes fijan la cantidad de dinero que entrará en la circulación.

En el análisis de Hawtrey, como en el de Wicksell, el banco central satisface toda la demanda de crédito que se presente, dada una tasa de interés. Pero, al imponer una tasa de interés e influir sobre la demanda de crédito, el banco tiende a estabilizar el patrón de medida, pues al elevar la tasa de interés, el mayorista disminuye su demanda de crédito, baja su nivel de inventarios; y en consecuencia, reduce sus pedidos al fabricante; influyendo de esta forma, en la determinación del conjunto de las magnitudes económicas, en particular sobre los precios de los bienes, los salarios, las ganancias y la demanda de dinero. Esta última, representada por los saldos líquidos (en billetes bancarios y en dinero) demandados por los trabajadores y los empresarios.

Hawtrey consideraba que el funcionamiento normal de la economía exigía un patrón de medida de valores estables. Ello era necesario para garantizar una relación justa entre acreedores y deudores; sin embargo, señalaba, el sistema de crédito posee una inestabilidad inherente. De aquí, se desprende su afirmación en el sentido de que las economías modernas se caracterizan por una tensión

permanente entre dicha inestabilidad y la necesidad de un patrón de medida monetaria estable. En sus palabras:

*“Las tendencias del crédito a la expansión están en conflicto perpetuo con el mantenimiento de un patrón de medida fijo de valores”*¹¹⁶

¹¹⁶ Hawtrey, R. G. (1927), op. cit., p. 22.

CAPÍTULO IV

ENFOQUE NEOCLÁSICO¹

NEUTRALIDAD Y EXOGENEIDAD DEL DINERO: LOS FUNDAMENTOS DEL EQUILIBRIO ECONÓMICO

1. El enfoque neoclásico y el fortalecimiento de la teoría cuantitativa del dinero

En términos generales, en los modelos de corte neoclásico la oferta se iguala a la demanda a través de un precio único, en todos y cada uno de los mercados. Bajo esta perspectiva, el ahorro es considerado como la parte del ingreso que los individuos deciden abstenerse de consumir en el presente para consumirlo en el futuro. Esta decisión está determinada por la tasa de interés que premia su ahorro. Visto así el ahorro, la tasa de interés resulta ser la prima que el ahorrador exige por abstenerse de consumir en el presente y postergar para el futuro un mayor consumo. Por tanto, entre el volumen de ingreso ahorrado y la tasa de interés que se paga por él, habrá una relación positiva, ya que el primero aumentará en razón del aumento de la segunda, lo que dará origen a una curva de ahorro con pendiente positiva.

La demanda de inversión por parte de las empresas, puede ser cubierta mediante el capital de los ahorradores. Este capital utilizado en la inversión tendrá una productividad marginal (PMgK) que le permita a las empresas pagar una tasa de interés por el uso del mismo, hasta el punto en que dicha tasa se iguale a la productividad marginal del capital. El volumen de capital que demanden las empresas y la tasa de interés que éstas estén dispuestas a pagar por él,

¹ Con este nombre nos referimos en general, a la escuela ortodoxa que incluye a los teóricos clásicos (sin considerar los planteamientos marxistas), el enfoque keynesiano de la síntesis neoclásica y el enfoque monetaristas.

mantendrán una relación inversa, ya que a una baja tasa de interés la cantidad demandada de fondos será mayor y viceversa. Es decir, que la relación entre demanda de fondos y tasa de interés dará lugar a una función de inversión con pendiente negativa.

La decisión de los ahorradores de posponer su consumo y la necesidad de fondos para invertir por parte de las empresas, deben coincidir con el propósito de asegurar que no queden ingresos sin utilizar. Para ello es necesario que la producción que se realiza con aquél ahorro, que se convirtió en inversión, no esté por debajo del pleno empleo de los factores productivos, debido a una demanda de capital insatisfecha. Es en el mercado de capitales donde se logra compatibilizar la oferta y la demanda de inversión, a través de la competencia entre la tasa de interés solicitada por los oferentes de ahorro y la que están dispuestos a pagar los demandantes de fondos. En consecuencia, el equilibrio en el mercado de capitales se logrará cuando los oferentes de ahorro (S) y los demandantes de inversión (I) determinen una tasa de interés (r) única, que asegure que unos y otros queden satisfechos. Con este equilibrio en el mercado de capitales se resuelve al mismo tiempo el pleno empleo de los factores productivos y la realización total del producto y del ingreso.

1.1. La tasa de interés y el equilibrio entre ahorro e inversión

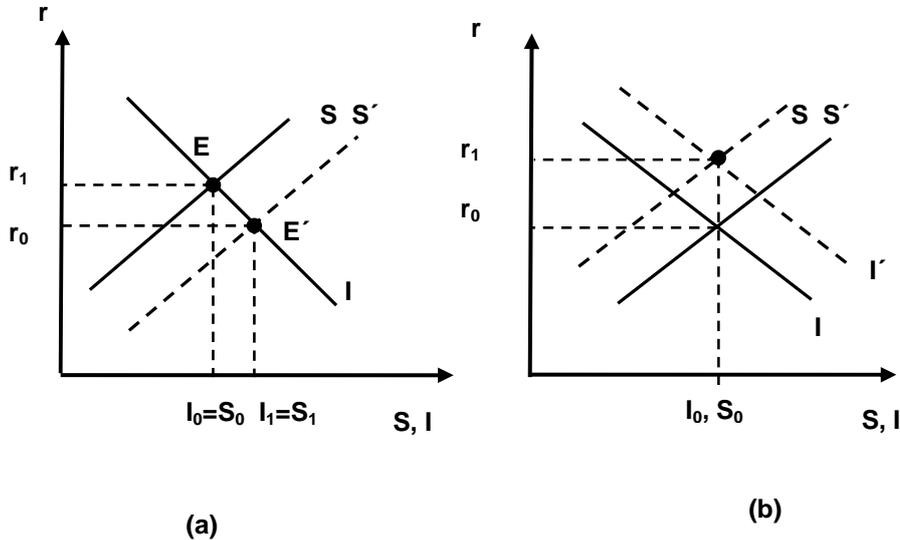
En el marco del análisis del equilibrio parcial, el equilibrio en el mercado de capitales se logra por la igualación de la tasa de interés que perciban los ahorradores y la que pagan quienes demandan capital. Esto asegura que los primeros obtendrán la máxima utilidad por abstenerse de consumir en el presente los recursos que requieren las empresas; en tanto que éstas lograrán su máxima utilidad porque aquélla tasa de interés es la que le permite maximizar la productividad del capital de sus proyectos de inversión.

Una vez alcanzado ese punto de equilibrio, una variación en el nivel de la demanda de inversión deseado por las empresas que esté a la derecha del nivel de ahorro del equilibrio óptimo, sólo se podrá satisfacer si se produce un ajuste en el nivel de ahorro. El equilibrio se restaurará en el siguiente período cuando la inversión realizada se adecue a las condiciones del ahorro. La situación contraria, esto es, si los ahorradores deciden incrementar o disminuir su ahorro, dado un nivel de equilibrio, provocará una inversión o desinversión no deseada a través del ajuste de inventarios. Restableciéndose el equilibrio en el próximo período cuando se ajuste la inversión al nuevo nivel de ahorro en la economía.

Como se puede observar, en el enfoque neoclásico ortodoxo el equilibrio entre ahorro e inversión en el mercado de capitales se resuelve por la determinación de la tasa de interés, en el punto en que coinciden las decisiones de consumo intertemporal de los individuos y la productividad marginal del capital, independientemente de las variables monetarias. Pero, el marco analítico que este enfoque construye para el ahorro y la inversión lleva a una causalidad en la relación entre ambas variables, pues se considera que el ahorro determina la inversión, e incluso se parte de la existencia dada de un nivel de ahorro, convirtiendo a éste en el determinante fundamental de la actividad económica. En la gráfica se muestran los efectos de distintos tipos de shocks sobre el ahorro la inversión y la tasa de interés (ver Gráfica 1)

En este razonamiento, el mercado de capitales no tiene un carácter monetario, ya que se cumple a partir de los supuestos de la teoría cuantitativa del dinero, según la cual el dinero tiene un carácter neutral para la actividad económica; es decir, no afecta las variables del sector real de la economía. Esto implica que existe una dicotomía entre las variables monetarias y las no monetarias; por lo tanto, los precios relativos formados en los mercados, incluyendo la tasa de interés, determinada en el mercado de capitales, no tienen un carácter monetario, sino que son variables reales cuya expresión monetaria sólo será de carácter nominal.

Gráfica 1



Consideramos los efectos de un incremento transitorio del producto como resultado de un shock de oferta favorable. Para cualquier tasa de interés dada, las familias querrán ahorrar más, de tal forma que la curva de ahorro se desplazará a la derecha. Sin embargo, la curva de inversión no se moverá, si el cambio en el producto es estrictamente temporal. En la medida que la función de producción *futura* permanezca inalterada, el stock de capital deseado para el futuro se mantiene sin cambios. Por tanto, la curva I no se desplaza. En consecuencia, el efecto final del incremento transitorio del producto es una caída en las tasas de interés y un incremento del ahorro y la inversión corrientes, al desplazarse el equilibrio de E a E' .

Ahora consideremos los efectos de un incremento futuro anticipado del ingreso, que en el futuro también desplazará hacia arriba la productividad marginal del capital. En este caso el ahorro corriente tenderá a bajar, ya que las familias se endeudan con cargo a su mayor ingreso futuro. Por su parte, los empresarios, para aprovechar el mayor nivel de productividad marginal del capital, incrementarán su inversión. El resultado es un desplazamiento a la izquierda de la curva de ahorro y un desplazamiento a la derecha de la curva de inversión. Es muy seguro que la tasa de interés se incremente, pero no se puede asegurar qué comportamiento seguirán el ahorro y la inversión; éstas podrán permanecer constantes, bajar o aumentar.

Dada la dicotomía entre variables reales y monetarias presente en el enfoque neoclásico, la tasa de interés también tendrá un carácter no monetario, ya que dicha tasa se determina mediante el mismo mecanismo que el resto de los precios de la economía. Por consiguiente, la canalización de ahorro hacia la inversión tendrá carácter monetario y se dará independientemente del mercado de dinero. Por su parte, la canalización del ahorro se realiza a través del mercado de fondos prestables, donde se llevan a cabo las transacciones financieras por los inversionistas que toman prestado capital de los ahorradores a cambio de pagar la tasa de interés correspondiente. El mecanismo es el siguiente: los inversionistas

que son el sector deficitario de la economía, emiten bonos de deuda, mismos que son comprados por los ahorradores, que son el sector superavitario del sistema económico. El mercado de fondos prestables es un mercado de bonos que permite movilizar el ahorro hacia la inversión, de tal manera que se puede considerar a dicho mercado como la expresión financiera real del mercado de capitales, y la tasa de interés que ahí se determina es la tasa de interés real que resuelve el equilibrio entre el ahorro y la inversión.

Si consideramos a los déficit y superávit en el flujo de los fondos equiparables a la inversión y al ahorro, respectivamente; el equilibrio de pleno empleo en el mercado de bonos equivale a que se igualen los superávit y déficit y, por tanto, se vacíe el mercado, asignando el ahorro a quien lo requiera para inversión; sin que queden saldos excedentarios o superavitarios en ninguno de ellos. El carácter no monetario de estas relaciones financieras que se dan en el mercado de fondos prestables, implica que las mismas sean independientes de las variables monetarias, y sólo se verán afectadas por dichas variables si se distorsiona el equilibrio en el mercado monetario; por ejemplo, por un exceso de oferta de dinero por parte de las autoridades monetarias.

Así, el equilibrio general de pleno empleo se resuelve con la determinación simultánea del equilibrio en los mercados de bienes, de trabajo y de dinero, dentro del marco de la neutralidad del dinero; esto es, de la dicotomía real-monetario. Bajo esta lógica, si el mercado de dinero está en equilibrio porque no se modifica la oferta de dinero, los otros dos mercados lograrán su equilibrio por la acción de la competencia. Si por el contrario, se produce un desequilibrio en el mercado monetario provocado por cambios en la oferta, operará un mecanismo de ajuste con base en la competencia entre los agentes económicos que conduce a restablecer nuevamente el equilibrio en los mercados, correspondiente a la situación de pleno empleo de los factores.

El carácter real de la tasa de interés y su determinación por la relación entre las decisiones de consumo de los ahorradores y la productividad marginal del capital, hacen que los intentos de influir sobre dicha tasa mediante la política monetaria, no tenga efectos positivos sobre el ahorro. Pero un manejo erróneo de la política monetaria sí puede provocar efectos negativos en el corto plazo, ya que puede generar expectativas equivocadas de demanda en los agentes económicos que ocasionarán desequilibrios en los mercados de bienes y de trabajo. En conclusión, según los teóricos neoclásicos, la única forma en que la política monetaria puede influir positivamente sobre el ahorro y la inversión es manteniendo la estabilidad en el nivel de precios mediante un control estricto de las variaciones de la oferta monetaria; de tal forma que se asegure una relación adecuada de ésta con el nivel del ingreso real.

1.2. El mercado de fondos prestables

Con base en este marco analítico, la tasa de interés estará determinada por la oferta y demanda de *fondos prestables*. En una economía moderna, la oferta y demanda de fondos prestables se realiza en el mercado financiero, esto es, tanto en el mercado de dinero como en el mercado de capitales. En el primero se dan relaciones de deuda directa, que se establecen cuando el prestatario y el prestamista se vinculan directamente, aunque para ello puedan estar auxiliados por un agente financiero que representa al mercado; aquí la empresa que demanda fondos para invertir ofrece acciones, bonos, etc., y los ahorradores se desprenden de fondos para adquirir esos valores. Estas son operaciones típicas del mercado de valores en donde ambos agentes establecen una relación por medio de corredores de valores. Por su parte, en el mercado de capitales se establecen relaciones de deuda indirecta, en la cual el prestamista presta sus fondos a un intermediario, y éste a su vez realiza préstamos a un prestatario final. La figura característica de este intermediario es el banco comercial.

En consecuencia, para los neoclásicos la tasa de interés se determina en el mercado financiero en su conjunto, es decir, tanto en el mercado de dinero como en el mercado de capitales; de ahí que se le considere una variable real. Además, se supone que en el mercado de fondos prestables estos dos tipos de relaciones financieras entre prestamistas y prestatarios operan de manera óptima; en particular, se considera que la emisión de deuda directa en los mercados de valores permite que ambos agentes minimicen sus costos de transacción, y que obtengan la mayor información necesaria para tomar sus decisiones sobre sus operaciones². Por ello, el mercado de valores representa el espacio adecuado para que se generen los fondos prestables que se canalizaron desde los sectores superavitarios a los sectores deficitarios de la economía.

En cuanto a la deuda indirecta, que se establece por medio de los intermediarios financieros, es vista por el enfoque neoclásico como la alternativa menos eficiente para el financiamiento, debido a factores friccionales y al carácter costoso y privado de la información que se requiere para tomar las mejores decisiones. Esto se explica por la naturaleza imperfecta de estos mercados de intermediación. Sin embargo, a pesar de esta imperfección, se acepta la existencia de dichos intermediarios, debido a que cumplen dos funciones básicas para el servicio de los agentes no financieros, tales funciones son: la de transacción y la de portafolio. Respecto a la función de transacción, los intermediarios deben poner a disposición

² La teoría de los fondos prestables, como fue expuesta por Wicksell, consideraba que las desviaciones de la tasa de interés que se observaban en el mercado financiero eran variaciones accidentales de la tasa de interés natural, que estaba determinada por variables reales, tales como la frugalidad y la productividad. Es decir, dicha desviación es temporal, pues si la tasa del mercado financiero fuera mayor o menor a la tasa natural (debido, por ejemplo, a variaciones en la oferta o demanda de fondos prestables), se generarían variaciones en el ingreso nominal que restablecerían el equilibrio. Así, si la oferta de fondos prestables excediera la demanda de inversión, la tasa de interés del mercado bajaría, abaratando el financiamiento e induciendo a las empresas a realizar nuevos proyectos de inversión, con lo que se elevaría el ingreso nominal hasta que la tasa de interés del mercado alcanzara el equilibrio. En cambio, si la demanda excediera a la oferta de fondos prestables, la tasa de mercado se ubicaría por arriba de la tasa natural; lo que provocaría una contracción de la inversión, y con ella del ingreso. Esto provocaría una reducción en la demanda de dinero para transacciones, haciendo descender la tasa de interés del mercado hasta alcanzar el nivel de la tasa natural.

Por su parte, Robertson, que analiza de manera conjunta las variables reales y monetarias que determinan la tasa de interés; considera que la oferta y demanda de fondos prestables no solo están formadas por el ahorro y la inversión (variables reales), sino también por otro tipo de factores monetarios, tales como el atesoramiento o desatesoramiento de fondos que hagan los individuos, así como por las variaciones en la oferta monetaria

de los agentes no financieros un sistema de contabilización de los intercambios, cuya principal característica es que no requiere del uso físico de un medio de cambio, como el dinero. Esta afirmación es consistente con la tesis sostenida por este enfoque en el sentido de que el dinero no juega un papel fundamental en el sistema económico. Por su parte, la función de administración de portafolios es la función principal de los intermediarios financieros, que consiste, por una parte, en emitir títulos de depósito para captar dinero, y por la otra, comprar títulos de deuda al hacer préstamos en los que se interrelacionan distintos montos, plazos y condiciones. Para que estos intermediarios financieros contribuyan al equilibrio general de los mercados, es necesario que las decisiones financieras que tomen los agentes no financieros por medio de estos intermediarios, se relacionen sin control del gobierno y bajo condiciones de competencia perfecta. En otras palabras, se trata de un sistema donde los depositantes o prestamistas demandarán como requisito para depositar su dinero, que los rendimientos netos de los costos por servicio de transacción y manejo de portafolio estén en relación con el riesgo de los préstamos en los que los intermediarios colocaron los fondos captados.

La competencia entre intermediarios financieros asegurará que los costos de los servicios de transacción y de administración de portafolio sean los menos costosos, en función del nivel de riesgo elegido por los depositantes. Como los depósitos generalmente no están garantizados, es entendible que el límite de las operaciones lo determine el intermediario que ofrezca depósitos libres de riesgo con bajo rendimiento, que tendrá su contrapartida en quienes coloquen los fondos en un portafolio también libre de riesgo, pero también con bajos rendimientos. En el otro extremo, estarán los intermediarios que ofrezcan depósitos con rendimientos especulativos, que tendrán su contrapartida en quienes coloquen los fondos en un portafolio de alto riesgo, pero con un mayor rendimiento.

que induzcan las autoridades monetarias. Ver Obregón, Díaz F. (1989), *Controversias macroeconómicas contemporáneas*, Trillas, México, p. 186.

De esta forma, la movilización de ahorro hacia la inversión se resuelve en el mercado de fondos prestables, que es de naturaleza no monetaria y neutral en lo referente a las vinculaciones entre las transacciones que se realizan por este medio. Teóricamente, esto implica equiparar los montos de ahorro agregado con los montos de ahorro que se movilizan en el mercado de fondos prestables en forma de bonos. En cuanto a la forma específica de organización financiera, el enfoque de fondos prestables considera que las relaciones de deuda directa a través de los mercados de valores son las más eficientes. Sin embargo, se recomienda que de utilizar la intermediación financiera, ésta debe asegurar las menores distorsiones en los servicios de transacción y administración de portafolio.

1.3. Estabilidad de la demanda de dinero

En el enfoque neoclásico la demanda de dinero sólo está determinada por los motivos transacción y precaución, esto significa que los agentes económicos no demandan saldos monetarios para realizar operaciones especulativas, sino simplemente para llevar a cabo operaciones precautorias y para atender necesidades de transacción. De ahí que los saldos monetarios no se analicen en términos monetarios sino en términos reales; esto es, por lo que estos saldos representan en términos de los bienes que pueden comprar con ellos. Esto explica que en esta teoría la velocidad del dinero sea estable y, por tanto, la función de demanda de dinero también lo sea.

Para entender estas deducciones es necesario exponer brevemente el marco analítico de la teoría cuantitativa del dinero. Según esta teoría, un cambio en las existencias de dinero, generalmente no afectaría las variables del sector real de la economía, pues el dinero es un velo detrás del cual operan las fuerzas reales; el cual es necesario atravesar para examinar las fuerzas reales que determinan la actividad económica.

En este sistema analítico, la función del dinero consiste en determinar los precios de los productos, o el precio de los productos en términos del dinero. De acuerdo con esta lógica, se llegó a la conclusión de que un cambio en las existencias de dinero produciría un cambio en el nivel de precios o en el precio en dinero de los productos, sin alterar los precios relativos. Estas deducciones básicas fueron las que constituyeron originalmente la teoría cuantitativa del dinero. Pero, al interior de esta teoría existen dos vertientes teóricas: la fisheriana, llamada también *enfoque de transacciones*, que considera al dinero sólo como un medio de pago y la vertiente de Cambridge, o *enfoque de saldos monetarios*, encabezada por Alfred Marshall, que consideraba al dinero no sólo como un medio de cambio sino también como un activo financiero.

En el enfoque de Irving Fisher, el dinero se consideraba únicamente como un medio de cambio, constituido solamente por billetes y monedas metálicas. Asimismo, se suponía que su velocidad de circulación era estable, toda vez que ésta estaba determinada por las prácticas comerciales de los individuos, tales como los periodos en que los individuos reciben sus ingresos, los acuerdos y plazos para realizar transacciones y saldar deudas, etc., los cuales no varían con frecuencia. Fisher definió esta relación cuantitativa de transacciones mediante la ecuación de intercambio, que se representa de la siguiente manera:

$$MV = PT$$

donde:

- M** representa la existencia de dinero
- V** representa la velocidad con que circula el dinero
- P** representa el nivel de precios agregados
- T** representa el número de transacciones realizadas en el curso de un período de tiempo y financiadas por las exigencias de dinero

Al volumen de transacciones (T) se le consideraba dependiente de la disponibilidad de recursos y, por tanto, independiente de M, de V y de P. Bajo estos supuestos, una V estable y una T predeterminada; un aumento en M debería provocar un aumento proporcional en P, para que se cumpla **MV = PT**. Para llegar a esta conclusión, Fisher debería suponer que M, V y T eran independientes entre

sí; de lo contrario, es necesario saber cómo se interrelacionan, para lo cual es necesario definir otras ecuaciones, lo cual ya no permitiría derivar conclusiones respecto al comportamiento de P , basándonos únicamente en la ecuación de intercambio.

La ecuación de intercambio es una identidad, ya que los términos de dicha ecuación se definen como un axioma, esto es: V es el uso de M para comprar T ; T equivale a los productos específicos vendidos por M , y P es un índice de precios de T cuando se venden por M . Por ello, la ecuación de cambio simplemente dice que el total de las compras deben igualarse al total de las ventas, o que el total del dinero recibido debe igualarse al total del dinero gastado. Por tanto, MV y PT son los dos lados de una identidad³.

Aunque la ecuación del intercambio es un axioma, ésta pretendía explicar una relación de causa y efecto. Además, dicha ecuación se basaba en una serie de supuestos que la convierten en una auténtica teoría, tales supuestos son los siguientes: *i*) T representa una constante a corto plazo. Debido al crecimiento de la economía esta constante también aumentaría con el tiempo. Este supuesto partía de la aceptación previa de la Ley de Say, que dice que la oferta genera su propia demanda, o que los individuos producen bienes con el propósito de comprar otros bienes; y *ii*) V representa una constante a corto plazo, con una tendencia estable. Se argumentaba que la estabilidad de la velocidad se debía a la forma en que se determinaban los métodos de pago, siguiendo las normas institucionales acostumbradas. Con estos supuestos la ecuación del intercambio se convirtió en una hipótesis que postulaba que un cambio en la cantidad de dinero provocaría un cambio similar en el nivel de los precios. En su planteamiento más estricto, esta teoría sostenía que un cambio en la existencia de dinero llevaría a un cambio proporcional exacto en el nivel agregado de los

³ Gordon, Roberto J. *Macroeconomía*, Iberoamericana, México 1981, pp. 31-53.

precios⁴.

Enfoque de Cambridge. Alfred Marshall al igual que Fisher, parte de la igualdad que se da en el intercambio entre la cantidad de dinero multiplicada por su velocidad de circulación y la producción real multiplicada por su precio. Esta relación la define como:

$$M = k PY$$

donde:

M = a los saldos de dinero demandados

Y = a la producción de bienes actuales

P = al nivel de precios

k = a la proporción del valor del dinero de la producción que se solicitó como saldos monetarios; **k** es el inverso de **V**, es decir,

$$V = \frac{PY}{M} \quad \text{y} \quad k = \frac{M}{PY}$$

La **k** de Marshall, equivale al inverso de la velocidad de circulación ($1/V$) de Fisher; no obstante, el enfoque de Marshall es diferente al de Fisher. Si bien es cierto que Marshall al igual que Fisher, interpretó la teoría cuantitativa del dinero como una teoría de la demanda de dinero, sus alcances analíticos fueron más allá del marco de la ecuación cuantitativa. En este sentido, Marshall afirmaba que la gente deseaba “poder adquisitivo” no sólo en función de sus ingresos (**Y**), sino también de sus activos⁵. En consecuencia, Marshall, a diferencia de Fisher, considera que el dinero no sólo se demanda como medio de cambio sino también como un activo financiero (depósito temporal de valor). Esta es la diferencia fundamental entre el enfoque de Fisher (de intercambio) y el enfoque de Cambridge (de saldos monetarios) que inicio Marshall y, al cual pertenecen los modernos monetaristas⁶.

⁴ Cabe señalar que esta versión no se utilizaba porque era difícil obtener las estadísticas de las transacciones totales de **T** y de **P**. **T** incluía las transacciones hechas con los activos financieros y bienes de segunda mano, al igual que las transacciones de los bienes reales de actualidad.

⁵ Véase H. Hansen. *Teoría monetaria y política fiscal*, Fondo de Cultura Económica, México, 1985, cap. 4, p.70

⁶ Entre los que destacan M. Friedman, Jahnsen, Sargent, Lucas, etc.

Por otra parte, Marshall también supuso que la velocidad de circulación del dinero era estable e independiente de las otras variables (M , P , Y) de su ecuación. Esto significa que si no hay límites al pleno empleo de los recursos productivos, el determinante fundamental del nivel de precios es la oferta monetaria, ya que para que la ecuación $M = k PY$ se cumpla, es necesario que P se ajuste a cualquier cambio en M , dado que k es estable y Y real (PY) está fijo al nivel de pleno empleo. Aún cuando Marshall consideraba a k estable, no la suponía constante, pues afirmaba que ésta podía variar si se daban cambios en los hábitos de los individuos. Si esto sucedía, era muy probable que las variaciones en M no se tradujeran en un cambio proporcional en P ; pudiendo incluso suceder que los precios fluctuaran aunque M permaneciera estable.

Esto implica que ante un incremento de la oferta monetaria por encima del monto que el público deseara tener, provocaría un incremento en el gasto de los individuos y en los precios hasta que el valor de los saldos monetarios reales se igualen al monto que el público deseara tener. Esta estabilidad en la demanda de dinero permite que la política monetaria influya sobre la demanda agregada, cuando la economía se aparta del pleno empleo.

2. El enfoque keynesiano de la *Síntesis Neoclásica*

Por su parte, teóricos keynesianos de la síntesis neoclásica sostienen que la política monetaria pierde su efectividad debido a que la inversión es inelástica con respecto a la tasa de interés. Esta afirmación, los conduce a sostener que los movimientos en la oferta monetaria y sus respectivos efectos sobre la tasa de interés, no afectan los niveles de producción y empleo. De ahí, se deduce que la política monetaria pierda su efectividad⁷.

⁷ Cabe señalar que el supuesto de una demanda de inversión inelástica con respecto a la tasa de interés, sólo se justificaría en el caso de una severa recesión, debido a que en tal caso, las ganancias esperadas por nuevas inversiones están lo suficientemente deprimidas como para que una reducción en el costo del capital no tenga un efecto significativo en la inversión

2.1. Salarios rígidos a la baja e inversión inelástica: *Efecto Pigou*

En este sentido, el enfoque de la síntesis afirma que para estimular la inversión física se requiere que el precio de demanda del bien de capital en el mercado financiero (P^d_K) sea mayor al precio de oferta de los activos físicos en el mercado real (P^o_K) [$(P^o_K < P^d_K)$]. En otras palabras, esto significa que para elevar la inversión, la eficiencia marginal del capital (EMgK) debe ser superior a la tasa de interés, ($EMgK > i$). Siendo la $EMgK$, la tasa de descuento a la cual el valor presente de la corriente esperada de utilidades se iguala al precio de oferta del bien de capital. Esto es, $P^o_K = \pi / EMgK$. En tanto que el valor de demanda de la empresa en el mercado financiero es igual a la corriente esperada de utilidades (π) capitalizada a la tasa de interés del mercado, es decir: $P^d_K = \pi / i$. Así, los precios de las empresas en el mercado financiero (P^d_K) están determinados por la utilidad que se espera generen los activos físicos (π), y la tasa de interés de mercado (i) a la cual se descuentan los ingresos futuros; mientras que el precio de oferta del bien de capital en el mercado real (P^o_K) está determinado por los costos de producción, incluida la ganancia normal del fabricante.

Como los keynesianos de la síntesis suponen que los inversionistas conocen tanto las utilidades futuras de las empresas (π) como la tasa de interés de equilibrio (i) (esto es, información perfecta, que es posible gracias a la presencia de un arbitrajista), y afirman que los bienes de capital corrigen sus precios en el mercado financiero inmediatamente después de cualquier suceso que afecte a las utilidades o a la tasa de interés; entonces, si la inversión física es insuficiente porque los precios de los bienes de capital (P^o_K , P^d_K) no son los que aseguren el pleno empleo; esto es, si el precio de las empresas en el mercado financiero (P^d_K) es menor con respecto al costo de los activos físicos en el mercado real (P^o_K) [$(P^d_K < P^o_K)$], una reducción en los salarios monetarios podrá restablecer el equilibrio con pleno empleo. Los keynesianos afirman que esta baja en los salarios monetarios actuará favorablemente en dos sentidos: por una parte, reducirán el precio de oferta de los bienes de capital en el mercado real ($\downarrow P^o_K$), debido a la disminución

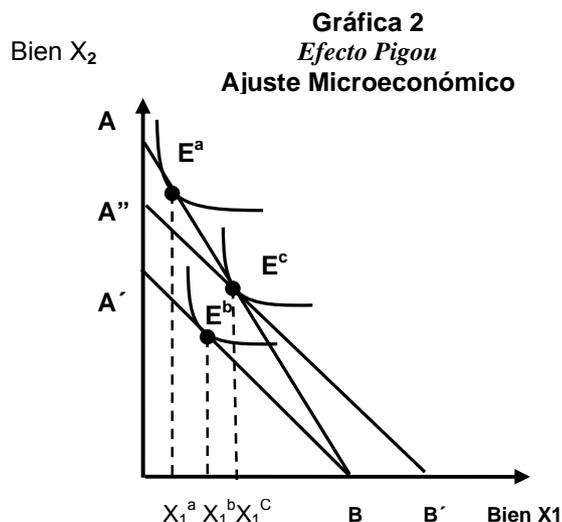
en el costo de producirlos (dada la baja en los salarios nominales) ; y por la otra, se incrementará su demanda como respuesta al aumento en la corriente esperada de utilidades $(\Delta\pi)^8$.

De esta forma, según los keynesianos de la síntesis (así como para los monetaristas), la reducción de los salarios nominales, inducida por la baja en los precios, provocará un aumento en los saldos monetarios reales que estimulará un mayor gasto, con el consiguiente efecto expansión sobre la producción y el empleo; es decir, se genera el *Efecto Pigou*. En efecto, se supone que si los precios bajan, la riqueza de los consumidores, medida por el valor de sus activos, sube y, por tanto, el consumo se eleva; lo que provoca un desplazamiento de la curva IS, con lo que se reestable el pleno empleo.

Recordemos que Pigou elaboró una función consumo suponiendo que éste es una función de la riqueza a partir del comportamiento maximizador de la utilidad de individuos que están decidiendo sobre la división de su consumo entre el periodo presente y los periodos futuros (ver Gráfica 2)⁹. Así, el consumo dependerá de la riqueza real (y del ingreso); es decir, el consumo es una función de la riqueza, de tal forma que el consumo agregado es una función del valor real de la riqueza neta del sector privado (y de otras variables). En otras palabras, un incremento en la riqueza de algunos, que no se compensa con el descenso en la riqueza de otros, elevará la función de consumo; las familias consumirán más, a niveles de ingresos más altos, cuando son más ricas. Este movimiento ascendente en la función consumo hace que la curva IS se desplace a la derecha, con lo cual el ingreso nacional será más alto a cualquier tasa de interés (ver Gráfica 3).

⁸ Mántey, de A. Guadalupe (1994), op. cit., p. 165-166.

⁹ Este análisis de Pigou se encuentra en los siguientes trabajos: Pigou, A. C. (1941), *Employment and Equilibrium*, Macmillan, Londres; Pigou, A. C. (1943), "The Classical Stationary State", *Economic Journal*, Vol. 53, diciembre, pp. 343-351; y Pigou, A. C. (1947), "Economic Progress in a Stable Environment", *Economica*, Vol. 14. Pero también se encuentra en Haberler, G. (1964), *Prosperity and Depresión*, Allen & Unwin, Londres. Publicada originalmente en Liga de las Naciones (1937), Ginebra; y sus implicaciones fueron revisadas por Patinkin en Patinkin, D. (1948), "Price Flexibility and Full Employment: Reply", *American Economic Review*, Vol. 38, septiembre, pp. 543-564.



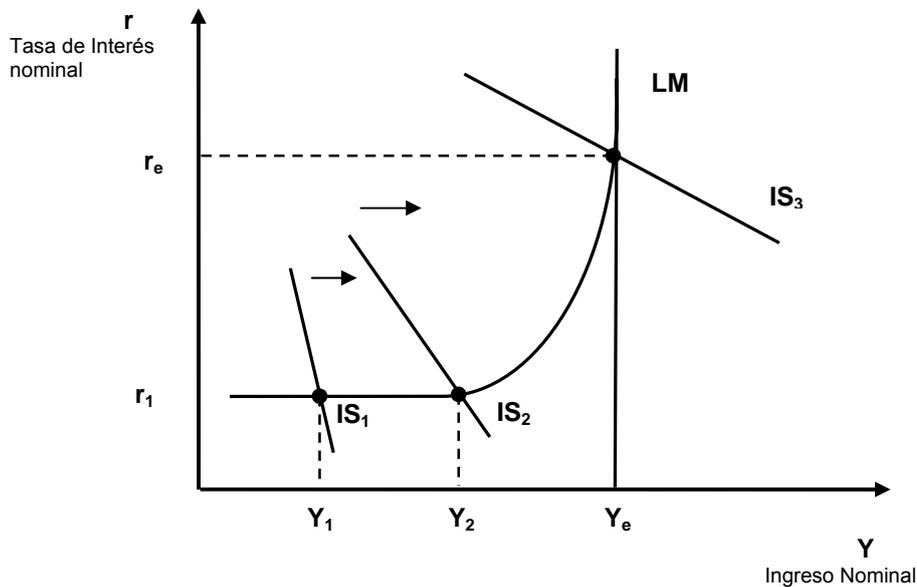
En esta gráfica se muestra el comportamiento de un individuo que debe elegir entre el consumo presente de dos bienes (X_1 y X_2) en el periodo X_1^a y el consumo futuro de los bienes del periodo siguiente, X_1^b . La pendiente de la línea de presupuesto está determinada por la tasa de rendimiento de los activos que el individuo transfiere de ese periodo al siguiente. Como en el modelo de Pigou se supone que el nivel absoluto de los precios del periodo siguiente (X_1^b) es igual que el nivel del periodo X_1^a , entonces la tasa de rendimiento será igual al rendimiento nominal de los activos financieros (la tasa de interés r , si se supone que no se generan ganancias de capital) y a la tasa de rendimiento de los activos físicos (que se supone igual a r).

La pendiente de la línea de presupuesto es $-(1+r)$, lo que significa que si se ahorró una unidad en X_1^a , se podrá consumir $(1+r) X_1$ en el periodo siguiente. Si la tasa de interés es igual a 0, la línea de presupuesto será menos inclinada que si dicha tasa fuera positiva; si $r = 0$, la línea presupuestaria tendría una pendiente de -1 . Dada la pendiente, la intercepción de la línea presupuestaria está determinada por el ingreso real que el individuo recibe en el primer periodo y el valor real de los activos conservados al inicio de este periodo. Así, el ingreso real del primer periodo está representado por OC , y el valor real de los activos al inicio del mismo es CB ; por tanto, la cantidad máxima de bienes que puede consumir el individuo en el primer periodo es OB .

Con la línea presupuestaria AB , que existe cuando la tasa de interés es positiva, el individuo consumirá X_1^a en ese periodo y ahorrará $(OC - 0X_1^a)$. Esto es así porque, de acuerdo con la forma de las curvas de indiferencia trazadas, el equilibrio maximizador de la utilidad del individuo se encuentra en E^1 , donde la tasa positiva de interés se iguala a la tasa marginal de preferencia por el tiempo del individuo (determinada a partir de la pendiente de la curva de indiferencia en ese punto). Si la tasa de interés fuese igual a cero, la línea presupuestaria sería $A'B'$, con una pendiente de -1 . El equilibrio se restablecería en E^2 y en ese equilibrio el individuo ahorrará todavía una cantidad positiva; se consumirá y se ahorrará $(OC - 0 X_1^b)$.

Por último, consideremos que la tasa de interés es cero y que la línea presupuestaria inicial está dada por $A'B'$, y supongamos que se da una disminución del nivel absoluto de los precios (p), de tal forma que el valor real de los activos del individuo al iniciarse el periodo X_1 , aumenta de CB a CB' . El valor aumenta porque la disminución en p involucra un aumento en el valor real de los activos financieros, tanto de los bonos $(B/r p)$, como del dinero (M/p) ; esto es, $(B/r p + M/p)$. Esto desplazará la línea presupuestaria hacia la derecha hasta $A''B''$, porque el aumento del valor real de los activos financieros supone que el consumo se eleva, aunque el ingreso en ese periodo permanece constante, al nivel de OC . En consecuencia, se establece un nuevo equilibrio en E^3 , donde el consumo X_1^c es mayor que X_1^b ; de la misma forma $(OC - 0 X_1^c)$ es menor que $(OC - 0 X_1^b)$. Con estos ejemplos hemos demostrado el *Efecto Pigou*, que sostiene que el consumo real depende del valor real de la riqueza.

Gráfica 3
Efecto Pigou
Ajuste Macroeconómico



Supongamos que existe una oferta planeada excedente de bienes en el punto Y_1 , lo que provocará una baja en el nivel absoluto de precios, y por el *Efecto Pigou*, aumentará el valor real de la riqueza financiera, lo que generará un desplazamiento de la curva IS a la derecha. La curva IS se desplazará hasta IS_3 , en cuyo punto se alcanzará el equilibrio con ingreso (Y_e) y producción de pleno empleo y una tasa de interés r_e . El ajuste implica equilibrios simultáneos en los mercados simultáneos y de bienes; esto es, r_e y Y_e se determinan simultáneamente. Nótese que cuanto mayor sea la oferta planeada excedente (o una severa recesión y, con ello un mayor desempleo) la tasa de salarios y el nivel de precios presentarán un mayor descenso, lo que determinará la magnitud del desplazamiento de la curva IS hacia la derecha. Este proceso continuará hasta que se restablezca el pleno empleo en Y_e . De esta forma, la flexibilidad de los salarios y de los precios conducirá al pleno empleo. Las formas de las curvas IS y LM ilustran una función de inversión inelástica.

Este razonamiento implica dos supuestos: por un lado, que la información es perfecta, con lo cual desaparece el motivo especulación, y entonces la demanda de dinero se vuelve estable. Bajo estas condiciones, todo incremento en los saldos monetarios reales por encima del nivel deseado tenderán a gastarse, estimulando la expansión de la producción; por el otro, dado que para los keynesianos de la síntesis (así como para los monetaristas) los saldos monetarios (la oferta monetaria) está formada principalmente por dinero externo (billetes de curso legal, emitidos por el banco central), una baja en los precios aumentará el poder de compra de los saldos monetarios.

Al respecto, Leijonhufvud crítica esta postura al señalar que, aceptando, sin que por ello sea así, que la información sea perfecta y las expectativas elásticas, pero que la oferta monetaria estuviera formada principalmente por dinero interno, una baja en los salarios monetarios no sólo no incrementaría los saldos monetarios reales de los individuos sino que tendería a reducirlos. Esto es así, según Leijonhufvud, debido a que con expectativas elásticas y dinero interno, la baja en los salarios monetarios provocaría una caída generalizada en los precios. En estas circunstancias, los individuos no demandarán nuevos préstamos, pues les será difícil pagar las deudas contraídas en el futuro inmediato. En consecuencia, el incremento en los saldos monetarios reales, que los keynesianos de la síntesis suponen que se dará para reactivar la economía, no se materializará, ya que al no haber nueva demanda de créditos, la oferta monetaria se contraerá con cada préstamo que los individuos liquiden en los bancos¹⁰.

2.2. Determinación de la tasa de interés: Un fenómeno real.

Para que la ecuación cuantitativa del dinero se convierta en una teoría de los precios es necesario que exista independencia de k o de V con respecto a M , P y Y ; de lo contrario, si k depende a su vez, de M , es imposible saber el efecto que una variación en M tendría sobre P , al menos que se especifique la función de k con respecto a M . Estaríamos en la misma situación si Y depende de M ; o si k , Y y M dependieran de P .

Este supuesto de la independencia de k o de V , respecto a las otras variables de la ecuación cuantitativa, en particular de M , ha sido fuertemente criticado, ya que es muy probable que las variaciones en la tasa de interés afecten los deseos de los individuos por conservar saldos líquidos, lo cual haría variar k o V . De la misma forma, las variaciones en la tasa de interés van asociadas a cambios en la cantidad de dinero, esto es en M . Solo si suponemos que la oferta monetaria no afecta a la tasa de interés real, la ecuación cuantitativa se convertiría en un

¹⁰ Leijonhufvud, A. (1968), *On Keynesian Economics and the Economics of Keynes*, Oxford University Press, New York, p. 73.

modelo de determinación de los precios; de hecho este supuesto está implícito en el enfoque de la síntesis neoclásica, de ahí que se conciba a la tasa de interés como un fenómeno real, independiente de la oferta monetaria. En general, los keynesianos sostienen que la oferta monetaria no afecta a la tasa de interés real; sin embargo, aceptan que un incremento en la oferta monetaria puede reducir la tasa de interés real (ver Gráfica 4).

3. El enfoque monetarista moderno

Las críticas de Friedman al modelo keynesiano de la *Síntesis*, así como sus aportaciones, contribuyeron al resurgimiento y fortalecimiento del enfoque neoclásico, en particular el resurgimiento de la escuela de Cambridge, y con ello el fortalecimiento del monetarismo. En su análisis, Friedman¹¹ afirma que la tasa de interés real depende de las preferencias de los individuos por consumir en el presente o en el futuro y por la tasa de ganancia, esto es, por la tasa de utilidad que pueda obtenerse si el capital es usado productivamente. Cabe señalar que para Friedman, al igual que para Fisher¹², la tasa de interés real es igual a la tasa de interés nominal menos la tasa de inflación esperada.

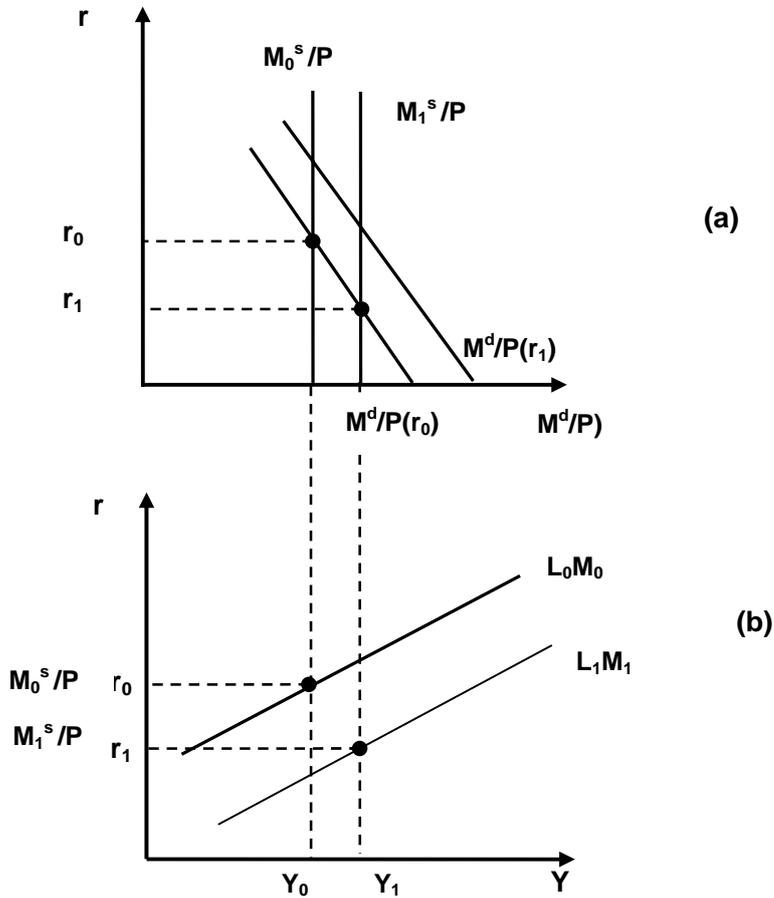
3.1. Tasa de interés y baja elasticidad de la demanda de dinero

Friedman como parte de la corriente de Cambridge, consideraba al dinero no solo como un medio de cambio sino también como un activo financiero que compite con otras formas de activos para aumentar la riqueza. Según él, la riqueza asume cinco formas: 1) saldos monetarios (dinero); 2) valores de renta fija (bonos), que tienen un rendimiento constante en términos monetarios; 3) valores de renta variable (acciones de empresas), que proporcionan un rendimiento real constante;

¹¹ Friedman, M. "Nueva formulación de la teoría cuantitativa del dinero", en M. G. Mueller, *Lecturas de Macroeconomía*, CECOSA, México, 1985, p. 154.

¹² *Ibid.*, pp. 156-158

Gráfica 4



Como la curva LM se deriva de una función de demanda de dinero dada, con una oferta de dinero y un nivel de precios dados, un cambio en cualquiera de estos factores puede generar desplazamiento de la curva. Consideremos, en primer lugar cambios en la oferta de dinero; en la gráfica 4(a) se observa que un cambio en la oferta de dinero de M_0^s a M_1^s , implica que el equilibrio en el mercado de dinero requiere un tipo de interés más bajo, para cualquier nivel de renta dado, lo que se refleja en la gráfica 4(b) por el desplazamiento de la curva L_0M_0 a L_1M_1 . De la misma forma, un descenso en la oferta monetaria desplazará a la curva LM hacia la izquierda.

Supongamos ahora cambios en el nivel de precios; dada la oferta de dinero, un descenso en el nivel de precios desplazará la curva LM hacia la derecha, debido a que dicho descenso provoca un incremento en la cantidad de dinero, medida en términos reales; esto es, el mismo efecto que produce un incremento en la oferta nominal de dinero, con un nivel de precios dado. Este mecanismo funcionará de la misma forma, en el sentido contrario, si aumenta el nivel de precios.

4) activos financieros no productivos como joyas, obras de arte, que se adquieren como depósitos de valor y proporcionan un “rendimiento en especie”; y 5) capital humano.

En consecuencia con esto, para Friedman la demanda de dinero estará compuesta por la demanda que hacen los individuos, como una forma de gastar sus ahorros y la que hacen las empresas para adquirir un bien de capital que genere ingresos. En general, la demanda de dinero de los individuos, así como su demanda por otros activos depende de: *a)* del rendimiento del dinero y de los activos alternativos; *b)* del monto de riqueza existente (activos financieros, bienes, etc.); y *c)* de las preferencias de los inversionistas. En cambio, la demanda de dinero por parte de las empresas, depende de: *i)* del costo de oportunidad de mantener saldos monetarios, esto es, de los rendimientos que se deja de percibir si se invierte en otros activos alternativos; *ii)* del ingreso generado por la empresa; y *iii)* de los parámetros de la función de producción¹³. La inclusión de este último determinante se debe, según Friedman, a que para los empresarios el dinero es un factor de producción cuya productividad está determinada por la función de producción, de la misma forma que el capital físico¹⁴.

Por otro lado, Friedman introduce en su análisis tres tipos de rendimiento que determinan tanto la función de demanda de dinero de los individuos como la de las empresas, que son: el rendimiento nominal de los saldos monetarios; el rendimiento de los bonos; y el rendimiento de las acciones. El rendimiento nominal de los saldos monetarios (r_m), puede ser negativo en el caso de que los bancos cobren por el manejo de las cuentas de cheques; también es probable que sea igual a cero debido a que los depósitos a la vista no generen rendimientos. Si esto es así, entonces el rendimiento nominal es igual al inverso del aumento en el nivel de precios ($-\pi$). En cuanto al rendimiento de los bonos, está determinado por la tasa de interés nominal que se ofrece (r_b), y por las posibles variaciones en sus cotizaciones. De esta forma, si la tasa de interés del mercado disminuye, con una tasa de interés fija, la cotización del bono aumenta. Por su parte, el rendimiento de una acción está determinado por tres factores: el rendimiento real (r_v) que se

¹³ Ibid., p.155.

¹⁴ Según Friedman contar con dinero puede elevar la productividad de la empresa al evitar que se retarse la producción, otorgando crédito a clientes o productores.

espera de ella; por el aumento en los precios (π) que se aplica al rendimiento nominal para determinar el rendimiento real; y por las variaciones en la cotización en el mercado de la acción, las cuales se producen cuando la tasa de interés de mercado sube o baja. Estos tres tipos de rendimiento determinan tanto la demanda de dinero de los individuos como la de las empresas.

En cuanto a los rendimientos de los activos físicos no productivos (joyas, obras de arte, etc.) están dados por el rendimiento en especie, esto es, por su valor de uso, que no es cuantificable; y por su posible aumento o disminución de precios, lo cual está determinado por la tasa de inflación (π). Por último, respecto al rendimiento de la inversión en capital humano, Friedman considera que es igual al rendimiento promedio de la inversión en otros activos. Para cuantificar qué proporción de la riqueza se mantendrá en capital humano y cuánto en otros activos alternativos, Friedman mide la proporción del ingreso (w) que es creado por el factor trabajo dentro del ingreso total; $w = W/Y$. Además, Friedman considera que ésta relación es estable en el tiempo; en consecuencia, w representa la proporción de capital humano en la cartera total, lo cual afectará inversamente a la demanda de dinero y de otros activos alternativos.

Con la especificación de estos rendimientos, Friedman pasa a determinar la demanda de dinero de los agentes económicos, misma que dependen de los rendimientos de los tres tipos de activos que explicamos arriba, de las preferencias del público, y del monto de la riqueza existente. Esta última, la define Friedman, como el valor capitalizado del ingreso (Y) a la tasa promedio de interés (r). Pero recordemos que ésta tasa es una función del rendimiento nominal esperado de los valores de renta fija (r_b), y del rendimiento nominal esperado de los valores de renta variable, el cual depende a su vez, de la tasa real de rendimiento (r_v) y de la tasa esperada de inflación (π). Por tanto, la tasa promedio de interés estará determinada por :

$$r = f (r_b, r_v, \pi)$$

Como las tres variables que determinan r están incluidas de manera explícita en la demanda de dinero como rendimientos sobre activos alternativos, Friedman sólo incluye el ingreso (Y) como una aproximación del valor de la riqueza. Es decir, elimina de la ecuación de la demanda de dinero la variable riqueza (Y/r). Esta consideración del ingreso (Y) como aproximación a la riqueza y no como indicador de la necesidad de dinero para realizar transacciones es, según Friedman, la diferencia principal entre el enfoque de Fisher y la corriente de Cambridge, de la cual él forma parte. En consecuencia, en su ecuación de la demanda del dinero, el ingreso explica la demanda de dinero como factor de producción por parte de las empresas. Cabe señalar que Friedman reconoce que cuando existe incertidumbre, la demanda por saldos monetarios aumenta; sin embargo, también debe recordarse que él supone que las preferencias de los individuos y los coeficientes técnicos de las empresas son constantes durante largos periodos de tiempo.

En síntesis, la demanda de dinero, esto es, la demanda de los individuos más la demanda de las empresas, depende de los rendimientos de los activos alternativos (r_b, r_v, π); de las posibles ganancias de capital; del ingreso real (Y); de los cambios en las preferencias de los individuos y de los cambios en los coeficientes técnicos de las empresas (u); y de la inversión en capital humano (w). Entonces, la demanda de dinero quedará expresada de la siguiente forma:

$$M/P = f(r_b, r_v, \pi, Y, u, w)$$

Como se observa, Friedman excluye las ganancias o pérdidas de capital de la demanda de dinero; esto es así, debido a que él supone que r_b, r_v son estables en el tiempo. Lo que se explica por el hecho de que, para Friedman, dichos rendimientos dependen de factores reales, tales como la productividad del capital y la frugalidad de los ahorradores, los cuales son constantes en el largo plazo. Por tanto, no es posible esperar fluctuaciones en r_b y r_v , que generen ganancias o pérdidas de capital por motivos especulativos.

3.2. El carácter exógeno de la oferta monetaria.

Con este supuesto sobre la estabilidad de r_b y r_v , Friedman anula el principal argumento de Keynes que explica la demanda especulativa de dinero y la inestabilidad en la velocidad de circulación. Efectivamente, si r_b y r_v son estables no hay posibilidades de obtener ganancias o pérdidas especulativas de capital por variaciones en la tasa de interés, que influyeran en las cotizaciones de los valores ; y por tanto, los inversionistas no dudarían en invertir en ellos, aunque las tasas de rendimiento fueran bajas, siempre y cuando éstas fueran positivas. Con rendimientos estables resulta absurdo invertir en saldos monetarios cuyo rendimiento nominal es cero; por el contrario, es preferible comprar valores que proporcionen un rendimiento nominal positivo, aunque éste sea pequeño¹⁵.

Bajo este razonamiento, podemos decir que, si bien en un principio, Friedman interpreta la ecuación cuantitativa del dinero como una teoría de la demanda de dinero, y no como un modelo de determinación de los precios o del ingreso; no obstante, mediante algunas transformaciones algebraicas su ecuación de la demanda de dinero se puede presentar como una teoría del nivel de precios. Veamos. Si suponemos que:

$$1/f = t$$

Entonces podemos rescribir la ecuación

$$M/P = f(r_b, r_v, \pi, Y, u, w),$$

de la siguiente forma :

$$P/M = v(r_b, r_v, \pi, u, w) Y$$

Despejando P, tenemos:

$$P = v(r_b, r_v, \pi, u, w) Y M$$

¹⁵ Mántey de Ánguiano, G. (1997), op. cit., p. 103

En esta forma, la ecuación de la demanda de dinero queda representada como una ecuación del nivel de precios de equilibrio, es decir, aquél en el cual la demanda de dinero se iguala a la oferta¹⁶, esto es,

$$M^s = M^d = M$$

Además, dado que el ingreso real es conocido, por ser el de pleno empleo, ésta ecuación también determina el nivel de ingreso nominal de equilibrio. Sin embargo, para que la ecuación de la demanda de dinero de Friedman se convierta en un modelo de determinación del nivel de precios es necesario que: 1) r_b , r_v , π , u y w , sean exógenas ; es decir, independiente de Y , M y P ; de lo contrario, es necesario saber cómo se determinan, deben establecerse las ecuaciones que determinan las relaciones de r_b , r_v , π , u y w con Y , M y P ; 2) la oferta de dinero (M^s) sea exógena ; esto es, independiente de las variables que determinan la demanda de dinero (M^d); 3) los precios sean perfectamente flexibles; y 4) se requiere conocer el ingreso real de pleno empleo.

En tanto no se especifiquen los determinantes de la tasa de interés, del ingreso real, de las expectativas sobre la formación de los precios, etc., la ecuación de Friedman no puede ser considerada como un modelo de determinación del ingreso o del nivel de los precios.

Si aceptamos, como lo supone Friedman, que la tasa de interés está determinada por variables reales como la productividad y la frugalidad; que las expectativas sobre la formación de los precios se basan en la experiencia pasada, esto es, independientemente de Y , M y P ; que el ingreso real sea un dato, por ejemplo, el que corresponde al pleno empleo de los factores productivos; que los precios fueran flexibles; que la oferta monetaria fuera independiente de la demanda; entonces la ecuación de Friedman indicaría las condiciones necesarias para alcanzar el equilibrio. Es decir, indicaría el nivel de precios y el nivel del ingreso

¹⁶ Ibid., p. 104

nominal a los cuales la oferta de dinero se iguala a la demanda de dinero en el largo plazo.

Esta conclusión pone de manifiesto la importancia que tiene para los monetaristas el demostrar que M^s es exógena, independiente de M^d , y que la tasa de interés es un fenómeno real y no monetario, concepción dominante en la teoría prekeynesiana. Debemos señalar que esta concepción monetarista de la oferta monetaria exógena, se deduce de los balances bancarios de corto plazo, que presuponen constantes las preferencias por la liquidez del público y de los requisitos de reservas bancarias. Combinando elementos del balance del banco central y del balance consolidado del sistema bancario, se pueden deducir tres coeficientes. El coeficiente que mide la proporción de dinero en efectivo (a) que el público considera conveniente tener en su portafolio, está dado por la siguiente relación:

$$a = \text{BIP} / \text{MC} + \text{PNM}$$

Donde:

BIP = el total de billetes y monedas en poder del público,

PNM = pasivos no monetarios,

MC = medio circulante

MC + PNM = total de los pasivos bancarios.

El segundo coeficiente de liquidez es el que mide la proporción de activos líquidos (b); esto es, billetes y cuentas de cheques que el público desea mantener en su portafolio. Este coeficiente que muestra la proporción de activos monetarios de los bancos con respecto al total de los pasivos bancarios, se representa mediante la siguiente relación:

$$b = \text{MC} / \text{MC} + \text{PNM}$$

El último coeficiente mide la proporción de los depósitos que los bancos comerciales deben apartar como reserva de caja y como reserva legal (c), el cual se representa mediante la siguiente relación:

$$c = \text{RA} + \text{RB} / \text{CCH} + \text{PNM}$$

Donde:

RA = reservas de caja

RB = reserva en el banco central
CCH = cuentas de cheques
CCH + PNM = total de pasivos de los bancos comerciales

Según el enfoque monetarista estos tres coeficientes son estables, pues se basan en las preferencias del público, hábitos y relaciones institucionales que no varían en el corto plazo. Si a esto le sumamos que, según los monetaristas, la oferta monetaria es igual al multiplicador monetario (k) por la base monetaria (**BM**), esto es:

$$M^s = \bar{k} (\text{BM})$$

Recordemos que para los monetaristas el multiplicador monetario es una variable predeterminada (\bar{k}), ya que depende de las preferencias del público por dinero en efectivo (coeficientes a y b) y del coeficiente de reserva bancaria (c), que se supone tienen un comportamiento estable a corto plazo. Por tanto, el multiplicador monetario puede ser expresado de la siguiente forma.

$$\bar{k} = [1 / c + a (1 - c)] b$$

Por lo tanto, para los monetaristas las variaciones en la oferta monetaria (M^s) están determinadas principalmente por las variaciones en la base monetaria (**BM**), la cual es igual a:

$$\text{BM} = \text{RI} + \text{CBG} + \text{CB} + (\text{OA} - \text{K})$$

Donde:

RI = reservas internacionales
CBG = crédito del banco central al gobierno
CB = crédito del banco central a los bancos comerciales
(OA - K) = a los cambios en otros activos netos del banco central

Como se observa, esta relación representa sólo una identidad contable, sin embargo, los monetaristas la han interpretado como una relación de causalidad, lo que les ha permitido afirmar que la base monetaria tiene dos fuentes de expansión: 1) la fuente endógena, que se logra mediante la variación de las reservas internacionales (RI), misma que no puede ser controlada directamente por las autoridades monetarias, pues depende de la situación de la balanza de pagos; y 2) la fuente exógena, que está constituida por el crédito directo que

otorga el banco central, que sí puede ser controlado por esta autoridad y; por lo tanto, es una variable instrumental de política económica.

De la misma forma, el banco central también puede influir sobre la oferta monetaria modificando los coeficientes de reserva (c) y el multiplicador (\bar{k}). Partiendo de estos argumentos, los monetaristas afirman que M^S es exógena, con lo cual su ecuación de la demanda de dinero se puede convertir en un modelo de determinación del nivel de precios de equilibrio, del ingreso nominal, de la balanza de pagos, etc.

Con base en estos supuestos fundamentales: oferta monetaria exógena (independiente de los factores que determinan la demanda de dinero) y la determinación de la tasa de interés como un fenómeno real (productividad del capital y frugalidad de los ahorradores), los monetaristas han interpretado las estadísticas históricas, para sostener que la demanda de dinero en circulación guarda una relación “notablemente estable” respecto al ingreso, y una baja elasticidad respecto a la tasa de interés. Dichos resultados han sido utilizados como demostración empírica de su teoría, lo que les ha permitido argumentar en contra del uso de la política fiscal con fines anti-cíclicos. De la misma forma, la supuesta estabilidad de la demanda de dinero respecto al ingreso, ha sido utilizada por ellos para defender la mayor eficacia del multiplicador monetario en comparación con el multiplicador keynesiano de la inversión; en tanto que la baja elasticidad de la demanda de dinero respecto a la tasa de interés, condujo a los monetaristas a minimizar la importancia de la demanda especulativa de dinero, y a negar la posibilidad de que se presentará la trampa de la liquidez. En consecuencia, para los monetaristas la política monetaria nunca pierde su efectividad.

3.3 Los mecanismos automáticos de estabilización: Precios y salarios flexibles

El razonamiento anterior del enfoque monetarista tiene su fundamento teórico en el mecanismo de fijación de los precios, es decir, el mecanismo mediante el cual se alcanza el equilibrio entre la oferta y la demanda, tanto en el mercado real como en el mercado financiero. En efecto, para los monetaristas un desequilibrio inicial entre ahorro e inversión puede corregirse automáticamente mediante dos mecanismos estabilizadores que influyen sobre la tasa de interés y los salarios, con lo cual se iguala nuevamente el ahorro y la inversión. Este mecanismo autocorrector funciona de la siguiente forma; si suponemos que el ahorro (S) excede a la inversión (I), esto es, que la oferta de fondos prestables sea mayor a su demanda, la tasa de interés presentará una tendencia a la baja. Esta baja provocará; por un lado, que la demanda de fondos para inversión aumente y, por el otro, que el ahorro disminuya, aumentando el consumo (C). De esta forma, el desequilibrio entre ahorro e inversión se corrige.

Cabe recordar que para los monetaristas el consumo (C) es una función del ingreso y de la riqueza de los individuos (k); esto es,

$$C = f(Y, k)$$

Por lo tanto, cuando los precios bajan, los saldos monetarios de los individuos aumentan su valor real, aumentando con ello su riqueza. Este efecto riqueza (efecto “saldo reales” o efecto Pigou), produce un aumento en el consumo, que actúa, según los monetaristas, como un estímulo a la inversión.

Respecto al mecanismo estabilizador de los salarios (W), si el ahorro (S) excede a la inversión (I); es decir, si suponemos nuevamente que una parte del ingreso que se recibe no se gasta, se generará desempleo. Al disminuir el empleo (N), los salarios bajarán, y con ello los precios (P). Este proceso deflacionario hará subir el valor real de los salarios monetarios (m^0) y el consumo (C) (se producirá el efecto Pigou), con lo cual aumentarán las utilidades de los empresarios (π), quienes

buscarán nuevamente elevar la inversión. La diferencia entre ahorro e inversión se corregirá, siendo innecesario incentivar la inversión mediante el gasto público deficitario. La flexibilidad de los precios (que es el caso de los salarios monetarios) a la baja, asegurará que se dé el efecto de los saldos reales sobre el consumo (efecto Pigou); y con ello, el aumento en la demanda total.

Estos mecanismos estabilizadores suponen que la tasa de interés se determina por la oferta y la demanda de los fondos prestables, y que dicha tasa no tienen límites preestablecidos¹⁷. Es decir, si el ahorro excede a la inversión, dicha tasa puede bajar indeterminadamente, pero siempre manteniéndose positiva. Por otro lado, los neoclásicos suponen que las negociaciones salariales se hacen en términos de salarios reales o, lo que es lo mismo, que los salarios nominales se ajustan inmediatamente a cualquier cambio en la demanda y en los precios. En consecuencia, para los monetaristas, el dinero es neutral y, por tanto, la política monetaria es ineficaz en el corto plazo, para influir sobre las variables reales como la tasa de interés, y de ahí sobre la inversión, la producción y el empleo; en el largo plazo solo se producirá un incremento en los precios de las mercancías. Asimismo, se afirma que la tasa de interés es un fenómeno real, determinado por la productividad del capital y la frugalidad de los ahorradores, e independientemente de la oferta monetaria.

En general, en los modelos monetaristas, la teoría de la tasa de interés en que se sustentan ha variado poco; en todos ellos la oferta monetaria no puede influir sobre la tasa de interés real, únicamente afecta a la tasa de interés nominal a través de las expectativas de inflación que se formen los individuos. En este sentido, cuando las expectativas sobre el comportamiento de los precios consideran la cantidad de dinero en circulación, paradójicamente un aumento en la oferta monetaria tiende a elevar la tasa de interés nominal en lugar de reducirla, como lo afirmaban los keynesianos de la síntesis neoclásica.

¹⁷ Mántey de Ánguiano, G. (1997), op. cit., pp. 110-11

3.4. La efectividad y los mecanismos de transmisión de la política monetaria

En la teoría monetaria neoclásica la oferta monetaria depende de la base monetaria, que es una variable fijada por el banco central, y del multiplicador bancario; por tanto, se trata de una variable predeterminada, es decir, exógena. Por su parte, la demanda de dinero es una función estable del ingreso real, de los precios y de la tasa de interés. En consecuencia, los desajustes entre la demanda y la oferta de saldos monetarios se resuelven mediante cambios en el ingreso real y en los precios. Sin embargo, el no cumplimiento del supuesto de exogeneidad de la oferta monetaria, así como el de estabilidad de la demanda de dinero, anularán los efectos de las políticas monetarias anti-inflacionarias que se basan en la restricción del crédito.

En este sentido, es evidente que si la demanda de dinero genera su propia oferta, los precios quedarían indeterminados; por consiguiente, las causas de la inflación deberán buscarse en factores como los costos, deficiencias estructurales en los sectores productivos, pugnas distributivas (entre las ganancias y los salarios), etc. Además, la eficiencia de la política monetaria dependerá de la forma como el banco central maneje los instrumentos monetarios para alcanzar los objetivos macroeconómicos y de cuáles sean los mecanismos de transmisión de la política monetaria.

En este marco analítico monetarista, se supone que todos los activos financieros no monetarios son homogéneos, que no hay diferencias en los costos financieros de transacción y que la información con que cuentan ahorradores y banqueros es perfecta. Con base en esto, los monetaristas distinguen dos mecanismos de transmisión de la política monetaria: el mecanismo tradicional derivado de la teoría cuantitativa del dinero y el mecanismo del enfoque crédito.

Con referencia al mecanismo tradicional, el enfoque monetarista ortodoxo supone que el banco central es capaz de controlar la oferta monetaria, y que ésta

determina el ingreso nominal y los precios. Asimismo, el banco central no puede influir sobre la tasa de interés real, dado que ésta se determina en función de la oferta y demanda de fondos prestables, es decir, se determina como consecuencia del gasto. El mecanismo es el siguiente: el banco central determina la base monetaria, que junto con el multiplicador, que está dado por las preferencias del público y por factores institucionales, fijan el nivel de la oferta de dinero. Ésta a su vez determinará el ingreso nominal, que conjuntamente con la disponibilidad de los factores productivos, determinarán la tasa de interés real y el nivel de precios¹⁸.

Una contracción en la base monetaria llevada a cabo por parte del banco central, obligaría a los bancos a reducir su oferta de depósitos a la vista, lo que afectaría directamente el gasto agregado¹⁹, dada una demanda de saldos monetarios reales. Para no restringir los créditos, los bancos buscarán elevar las tasas de interés de sus pasivos no monetarios, desviando a los depositantes hacia este tipo de instrumentos de ahorro. En consecuencia, el mecanismo de transmisión del enfoque monetarista ortodoxo²⁰ partiría de una contracción en la base monetaria, a una reducción del medio circulante, y de ahí a un aumento en las tasas de interés de los depósitos a plazo. La reducción en el medio circulante provocaría una reducción del ingreso nominal, mientras que el crecimiento de los

¹⁸ Ver Tobin, J.(1947), “Liquidity preference and monetary policy”, *Review of Economics and Statistics*, mayo (29), pp.124-131; Tobin, J. (1955), “A dynamic aggregative model”, *Journal of Political Economy*, abril; Tobin, J. (1963), “Commercial banks as creators of ‘money’”, in *Essays in Economics: Macroeconomics*, Vol. 1, London, North Holland ; Tobin, J. (1968), “Notes on optimal monetary growth”, *Journal of Political Economy*, julio 76(2), pp. 833-859; y Tobin, J. (1970) , “Money and income”. Post Hoc Ergo propter Hoc?”, *Quarterly Journal of Economics*, 84, pp. 301-317.

¹⁹ Ver Tobin, J. and W. C. Brainard (1963), “Financial intermediaries and the effectiveness of controls”, *The American Economic Review*, Papers and Proceedings of the Seventy-Fifth Annual Meeting of the American Economic Association, Mayo 53 (2), pp. 383-400.

²⁰ Ver Russeas (1985a, 1985b, 1989) ; Romer y Romer (1990) ; Tobin (1991).

Según Randall Wray (1990:138-142), Tobin debe considerarse como parte de los “arquitectos” (los otros son Minsky y Kaldor) que sentaron las bases del enfoque del dinero endógeno; pero esta opinión es cuestionada por P. Rochon (1999:117-129), argumentando que el enfoque de Tobin sobre el carácter endógeno del dinero se reduce al análisis de los cambios en los portafolio de inversión. Cabe recordar que ya antes, Hahn, F. R. (1977) había criticado el enfoque monetario de Tobin, pues a pesar de la severa crítica que éste hiciera al monetarismo de Friedman, su análisis se mantuvo en la ortodoxia monetarista del equilibrio general.

pasivos no monetarios bancarios y no bancarios dejaría inalterado el volumen de créditos

El mecanismo de transmisión en el enfoque del crédito²¹, supone información asimétrica²², costos financieros de transacción diferenciados y sustituibilidad de activos financieros. Este enfoque supone que una reducción en el monto de las reservas disponibles del banco central, provocaría como primera reacción una contracción del crédito y que otros intermediarios financieros no bancarios no podrán sustituir a los bancos limitados por la autoridad monetaria. En un primer momento, la reducción del crédito afectaría el gasto y el ingreso, ocasionando una alza generalizada en las tasas de interés de todos los segmentos del mercado financiero; con lo que de ampliaría la brecha entre las tasas de interés de los instrumentos privados y la de los títulos sin riesgo que emite el gobierno.

Este enfoque acepta que con la desregulación y las innovaciones financieras se ha alterado la relación que tradicionalmente existía entre los agregados monetarios y el ingreso²³. Por otra parte, reconoce que el determinante del gasto agregado no es el medio circulante (como lo suponía la teoría cuantitativa del dinero) sino el crédito concedido, pues en las economías modernas gran parte de las transacciones se realizan con instrumentos de crédito, y no solo con medios de pago convencionales. Por ello, los representantes de este enfoque recomiendan no usar los agregados monetarios M1, M2 y M3, como indicadores de la política monetaria; proponen, en su lugar, considerar los diferenciales de tasas de interés entre los activos financieros emitidos por el gobierno y los emitidos por el sector privado. Según estos estudiosos, este diferencial reflejaría mejor los desajustes en el mercado de crédito, mismos que debieran ser atendidos y resueltos por la autoridad monetaria.

²¹ Entre los teóricos agrupados en este enfoque se encuentran: Bernanke y Blinder (1988), Stiglitz y Weiss (1984)

²² Ver Stiglitz, J. E. (1987, 1991, 1992)

²³ Ver Laidler (1971)

Los monetaristas reconocen que en el corto plazo es probable que se presenten situaciones de desequilibrio por imperfecciones del mercado; no obstante, consideran que en caso de desempleo, una política monetaria expansiva podría restablecer el equilibrio de pleno empleo sin tener que recurrir a la política fiscal. Esta afirmación tiene su sustento en el hecho de que para ellos, la función de demanda es más estable que, por ejemplo, la función consumo; por tanto, el multiplicador monetario es un mecanismo más confiable para restablecer el equilibrio de pleno empleo que el multiplicador keynesiano.

Aceptando que teóricamente, como afirman los monetaristas, la oferta monetaria (M^s) es exógena, o por lo menos una parte de ella, y que la demanda de dinero (M^d) es una función estable del ingreso, si suponemos un aumento en M^s por arriba de la cantidad deseada de dinero, ello provocará que el público gaste sus saldos monetarios excedentes, con lo que se estimulará la expansión del ingreso. Por otro lado, si las tasas de rendimiento, r_b , r_v , son estables como suponen los monetaristas, resulta contradictorio conservar dinero en lugar de adquirir otros activos, aunque las tasas de interés fueran bajas. En consecuencia, un aumento en M^s elevará no solo el gasto en bienes y servicios, sino también en títulos financieros. La mayor demanda hará subir los precios tanto de las mercancías como de los valores, provocando en el corto plazo una disminución en la tasa de interés, lo que estimulará a su vez aún más la inversión y el consumo. El ingreso real crecerá hasta que la demanda de dinero se iguale a la oferta monetaria incrementada, y la tasa de interés recuperará su nivel de equilibrio.

En este sentido, Friedman afirma que aunque el impacto inicial de un incremento en la oferta monetaria provoque una disminución en la tasa de interés, a largo plazo el efecto será el contrario, y la tasa de interés tenderá a elevarse. Según su razonamiento, un aumento en los saldos monetarios por encima de los deseados genera un aumento en el gasto y una reducción en la tasa de interés real, pero solo en un primer momento, porque una vez que el ingreso real aumenta, y con él los precios, dicho efecto se revierte, ya que la demanda de dinero aumenta al

mismo tiempo que los saldos monetarios reales se contraen por efectos de la inflación. Además, según Friedman, la tasa de interés nominal será mayor de lo que hubiera sido sin la expansión de la oferta monetaria, pues para él, la tasa de interés nominal es igual a la tasa de interés real más la tasa de inflación esperada, la cual se habría incrementado por el efecto de la mayor cantidad de dinero.

Cabe recordar que estas conclusiones de Friedman se derivan de los supuestos que sustentan al enfoque monetarista, que son : 1) velocidad del dinero estable, tanto en la depresión como en el auge; 2) el multiplicador monetario es efectivo a cualquier nivel de la tasa de interés; y 3) la política monetaria no pierde su eficiencia aunque la tasa de interés se encuentre en su nivel más bajo, por lo que resulta innecesario recurrir a la política fiscal para restablecer el equilibrio con pleno empleo. Esto explica por qué para los teóricos monetaristas la contribución fundamental de la política monetaria consiste en asegurar el buen funcionamiento del sistema económico mediante la generación de un ambiente de estabilidad que permita a los agentes económicos anticipar correctamente el comportamiento futuro de los precios. Esto es suficiente para asegurar el uso eficiente de los recursos productivos.

De lo anterior se desprende que, la política monetaria no puede fijar la tasa de interés real por debajo de su nivel de equilibrio, y como tampoco puede fijar la tasa de desempleo a un nivel preestablecido, según Friedman, el efecto inicial de un aumento en la oferta monetaria que eleve el nivel de empleo, es un efecto temporal, que se explica por el hecho de que los trabajadores tardan en adaptar sus expectativas de precios a la inflación, aceptando emplearse con salarios rígidos, en tanto que los precios de los bienes y servicios están subiendo. Sin embargo, en el largo plazo, cuando los trabajadores advierten esta situación, demandarán salarios acorde con el aumento de los precios. En concordancia con esta situación, según Friedman, la tasa de desempleo tomará su nivel natural²⁴.

²⁴ Cabe recordar que, para Friedman, la tasa de desempleo natural está determinada por imperfecciones en el mercado laboral.

Dado que para los monetaristas la política monetaria debe concretarse a crear un contexto donde los precios sean fácilmente predecibles, se recomienda que el banco central se comprometa a mantener constante el ritmo de crecimiento del medio circulante, o de algún otro agregado monetario que se elija. Al respecto Friedman consideraba que debe establecerse una cantidad óptima de dinero, que evite efectos desestabilizadores, para lograrlo sugiere que la oferta monetaria crezca a la misma tasa que crece la población; de tal forma que los salarios monetarios se mantengan estables y los precios de los bienes bajen de acuerdo con los aumentos en la productividad del trabajo.

Estas consideraciones de Friedman conducen a la conclusión contradictoria de que para que la tasa de interés nominal baje es necesario contraer la oferta monetaria. Dicha conclusión tiene su explicación en dos aspectos presentes en el razonamiento de Friedman; por un lado, se mantiene la concepción de Fisher sobre la tasa de interés y, por el otro, el mecanismo mediante el cual se supone que entra el dinero a la circulación. Respecto al primero, Friedman al igual que Fisher, considera que la tasa de interés es una variable real y estable en el tiempo, y dado que para él, la tasa de interés nominal es igual a la tasa de interés real más la tasa de inflación esperada, el único mecanismo para hacer descender la tasa de interés nominal es presionando hacia la baja a la tasa de inflación esperada. De ahí que recomiende reducir la tasa de crecimiento de la oferta monetaria.

Ahora bien, para que una contracción de la oferta monetaria no provoque una elevación en la tasa de interés del mercado financiero, Friedman debe suponer que el dinero entra o sale de la circulación sin que el banco central intervenga a través de operaciones de mercado abierto. Es decir, sin necesidad de subir o bajar la tasa de interés nominal. Al respecto, recordemos que cuando el banco central desea reducir el circulante (recoger liquidez) eleva la tasa de interés nominal (vende valores gubernamentales a bajo precio). En cambio, cuando desea aumentar el dinero en circulación (incrementar la liquidez), baja la tasa de interés

(compra valores a precio alto). A diferencia de este mecanismo, Friedman supone de manera un tanto simplista, que la oferta monetaria podría incrementarse mediante la distribución de billetes lanzados desde un helicóptero entre la población. De la misma forma, la reducción de la oferta monetaria se logra mediante el cobro de un impuesto, que permite recaudar el excedente de billetes, mismos que salen de la circulación al ser quemados en un horno. Es este razonamiento el que conduce a Friedman a afirmar que una reducción de la oferta monetaria conduce a una reducción en la tasa de interés nominal. Esta afirmación es totalmente contraria al modelo keynesiano, en el cual dichas variables se relacionan de manera inversa.

En su razonamiento, Friedman también supone que una contracción en la oferta monetaria (M^S), inducirá a una baja en la inflación esperada (π^*), lo que a su vez hará bajar la tasa de interés nominal (r_b) que se cobra sobre los bonos. Así, ante una tasa de interés baja, los empresarios optarán por utilizar el dinero como un bien de capital, en lugar de invertir en bonos. El límite de esta operación estará dado por la igualdad entre la productividad marginal del dinero (PMgD) y la tasa de interés.

Con este razonamiento Friedman se aleja del modelo keynesiano, ya que lo conduce a afirmar que el precio de los bonos puede permanecer constante aunque la tasa de interés nominal baje. Bajo la perspectiva de un razonamiento keynesiano, la lógica supone que el precio de los bonos en circulación aumenta cuando la tasa de interés nominal baje; lo que generará ganancias de capital para los inversionistas. El mecanismo sería el siguiente. Las ganancias de capital (k_b), generadas por un aumento en el precio de los bonos cuando la tasa de interés baja, pueden impedir que la PMgD llegue a cero, a pesar de que la tasa de interés nominal sea próxima al cero. Esto es así debido a que, generalmente las k_b son más altas que la pérdida de ingresos provocada por la reducción (antes de que llegue a cero) en la tasa de interés nominal.

Por tanto, los empresarios usarán saldos monetarios como capital hasta el punto donde la productividad marginal del dinero fuera igual a la tasa de interés nominal más la ganancia especulativa que se podría obtener con la tenencia de bonos a ese nivel de la tasa de interés nominal. Esto es:

$$\text{PMgD} = r_b + k_b$$

donde: $r_b = \text{TIR} + \pi^*$ y $\text{PMgD} = r_b$

Dado que k_b se incrementa cuando r_b empieza a bajar, es muy probable que los empresarios dejen de usar el dinero como capital antes de que su PMgD se iguale a cero; aún y cuando la tasa de interés nominal se aproxime a cero. En este sentido, aún suponiendo, como lo hace Friedman, que al reducirse la oferta monetaria (M^S) los precios tenderían a reducirse y, con ello, la tasa de interés nominal; la productividad marginal del dinero no se reduciría. Por el contrario, podría incluso crecer, ello debido a que una reducción en r_b induciría una alza en k_b , lo que haría más atractivo la tenencia de bonos que de saldos monetarios.

Como se observa, llegamos a un razonamiento muy distinto al de Friedman. En efecto, el supuesto de la existencia de ganancias especulativas de capital generadas por el rendimiento de los bonos, es un factor central en el análisis de Keynes y de los poskeynesianos. De ahí que su concepción sobre la naturaleza e impacto de la política monetaria sea distinta. En este sentido, Friedman propone una contracción en la oferta monetaria para reducir la tasa de interés nominal y elevar el ingreso real; en cambio, Keynes recomendaba un incremento en la oferta monetaria que permitiera una reducción paulatina en la tasa de interés real, dado que ésta tasa depende de la oferta y la demanda de dinero. Además, dado que los salarios son rígidos, y se supone una tasa de desempleo, el incremento en la oferta monetaria no presionaría a la alza a los precios.

Cabe señalar que, el mismo Keynes, consideraba que no siempre es efectiva la política monetaria, pues la misma existencia de pérdidas o ganancias de capital,

generadas por las variaciones en las cotizaciones de los títulos financieros (bonos, valores, etc.) determinan la conducta y expectativas de los inversionistas, lo cual impide que en un momento dado, la tasa de interés baje más allá de lo que es considerado un nivel normal por parte de los inversionistas. Por tanto, en el análisis de Keynes casi es imposible que la tasa de interés nominal llegue a ser igual a cero, como lo supone Friedman. En el caso de que se presente una situación de liquidez absoluta, según Keynes, la única forma de reactivar la inversión, que permita que el ingreso real continúe creciendo, es mediante un incremento en el gasto público; es decir, por el lado de la demanda autónoma. Esto, en tanto se mejoran las expectativas de ganancia, que es la otra variable que, conjuntamente con la tasa de interés real, determinan la inversión.

Recapitulando, las diferencias en torno a la efectividad de la política monetaria son : para Keynes, la tasas de interés es un fenómeno monetario; las ganancias de capital son una parte del rendimiento de la tenencia de valores financieros ; supone que los precios son rígidos en el corto plazo, que el dinero es interno, es decir, que el incremento en la oferta monetaria supone una deuda. Para Friedman, la tasa de interés es un fenómeno real; no existen las ganancias de capital como parte de los rendimientos de los valores, es decir, no existe la posibilidad de especulación; supone que los precios son perfectamente flexibles, y que el dinero es externo (por ejemplo, lanzado por un helicóptero).

MONEDA, DINERO Y CRÉDITO
LA CONTROVERSIAS TEÓRICA MONETARIA
LA VIEJA Y LA NUEVA DISCUSIÓN

TERCERA PARTE

EL CARÁCTER MONETARIO DEL SISTEMA ECONÓMICO.
KEYNES Y EL ENFOQUE POSTKEYNESIANO

CAPÍTULO V
CAPÍTULO VI

CAPÍTULO V

UNA REVISIÓN ANALÍTICA DE KEYNES INCERTIDUMBRE, INVERSIÓN Y AHORRO

Las críticas centrales de Keynes sobre diversos aspectos sustentados por el enfoque neoclásico, pusieron en duda la consistencia lógica y la capacidad explicativa de este enfoque. En este debate destaca la crítica a la teoría de la tasa de interés del enfoque neoclásico. Dicho cuestionamiento se centra en el hecho de que la tasa de interés se determine a partir de suponer como dado el ingreso, el cual a su vez se supone que varía con los cambios en la demanda de inversión. Con lo que se modifica el ahorro, ya que éste depende del nivel de ingreso, pero como no hay elementos que permitan conocer el nuevo nivel de ahorro, quedan indeterminadas las relaciones entre ahorro e inversión y; por tanto, también quedan indeterminada la tasa de interés. En consecuencia, quedan indeterminadas las relaciones entre sectores superavitarios y deficitarios que se establecen en el mercado de fondos prestables, ya que, según lo explicado por Keynes en el capítulo III de la *Teoría general*, estas relaciones son la expresión de las relaciones establecidas en el mercado de capitales. De ahí que, en el esquema analítico neoclásico la tasa de interés quede lógicamente indeterminada.

Para hacer frente a esta problemática, Keynes desarrolló una teoría general que le permitió explicar la determinación del nivel del producto, el ingreso y el empleo. En su enfoque, el ahorro, la inversión, la tasa de interés y el sistema financiero reciben un tratamiento analítico distinto al presentado por el enfoque neoclásico. Se suponen procesos intertemporales que se cumplen en condiciones de *incertidumbre*, ya que no es posible conocer con certeza los precios de los productos en el futuro. Por ello, los agentes económicos establecen contratos mediante los cuales fijan los precios durante un cierto período de tiempo.

Al respecto Keynes argumentaba:

“... Hay, sin embargo, una condición necesaria sin la cual no podría haber preferencia de liquidez por el dinero como medio de conservar riqueza.

*Esta condición necesaria es la existencia de incertidumbre respecto al futuro de la tasa de interés, es decir, respecto al complejo de tasas para plazos variables que regirán en fechas futuras; porque si pudieran preverse con certeza las que dominen en todo tiempo en el futuro, todas las tasas venideras podrían inferirse de las presentes para las deudas de diversos plazos,...*¹

Lo anterior es posible debido a que; por una parte, los mercados funcionan con base en estructuras oligopólicas en las que las empresas establecen el precio de venta mediante un margen de ganancia (*mark-up*) y dejan que la producción fluctúe con las variaciones en la demanda a partir de la capacidad ociosa; y por la otra, hay sindicatos que negocian salarios mediante convenios colectivos de trabajo, lo que frena la flexibilidad de los salarios a la baja.

Ante la incertidumbre sobre la evolución futura de los precios, el dinero representa un nexo entre el presente y el futuro porque es el único activo perfectamente líquido, ello permite a los agentes económicos conservar poder adquisitivo en el tiempo. En consecuencia, los contratos deberán establecerse en términos de dinero, con lo cual todas las categorías económicas deben tener carácter monetario (dinerario) y no habrá una dicotomía entre el campo real y el campo monetario, como en el enfoque neoclásico.

En correspondencia con lo anterior, la tasa de interés es, para Keynes, un fenómeno monetario, se determina mediante la oferta y la demanda real de dinero. Sin embargo, cambios en la tasa de interés pueden afectar los gastos agregados (tanto privados, en C e I, como públicos, en G) y, por tanto, el ingreso real, a través de cambios en la inversión neta real. De la misma forma, cambios en los gastos agregados generados por la demanda de dinero, modifican la tasa de interés. Asimismo, variaciones en la oferta monetaria pueden generar cambios en las variables reales, tales como el producto y el empleo; y cuando cambia el nivel de producto, del empleo y del ingreso real, la tasa de interés también varía. De aquí se desprende que la tasa de interés es el eslabón entre el mercado monetario y el mercado real.

¹ Keynes, J. M. (1987), *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*, Fondo de cultura Económica, México, p. 152.

1. La preferencia por la liquidez y la tasa de interés

La contribución fundamental de la *Teoría general* fue la de aportar un marco macroeconómico que permite analizar las variaciones en el nivel de empleo. Para ello, Keynes desarrolló el concepto de demanda agregada, que le permite construir la categoría de *propensión marginal a consumir*, de donde concluye que el consumo es fundamentalmente una función del ingreso; de tal forma que el principal determinante del sistema económico es la inversión. Así, la inversión determina al ingreso y éste determina el nivel de ahorro; en consecuencia, el ahorro y la inversión no son siempre iguales como en la escuela clásica y en el *Tratado*. Pero, en la *Teoría*, el ahorro y la inversión se igualan a partir de los movimientos en el ingreso, lo cual no es congruente con la escuela clásica, la cual consideraba a la economía en pleno empleo de los factores productivos, incluyendo el trabajo.

Para los economistas clásicos, dado el ingreso de pleno empleo, el ahorro y la inversión se igualan a partir de movimientos (por parte de la autoridad monetaria) de la tasa de interés; la cual, por el lado de la demanda de dinero, es igual a la productividad marginal del capital, y por el lado de la oferta, a la pérdida de la utilidad por esperar, es decir, el costo de dejar de consumir en el presente por consumo futuro. Con Keynes, en cambio, la tasa de interés no es el precio que iguala el ahorro y la inversión, porque la igualación se da a través de los movimientos en el ingreso; por tanto, Keynes desarrolla una teoría de la tasa de interés distinta a la clásica.

La teoría de la preferencia por la liquidez le permite a Keynes desarrollar una teoría de la tasa de interés congruente con las tesis centrales de la *Teoría general*. Al respecto, es importante diferenciar los argumentos que Keynes sostiene en el *Tratado* de los postulados en la *Teoría*.

En el *Tratado*, la tasa de interés de mercado se determina a partir, por un lado, de la pugna entre los especuladores conservadores y el espíritu empresarial y, por el otro, a partir de la política monetaria del banco central. En el *Tratado* Keynes conserva la tradición clásica, al derivar la tasa de interés natural de la igualdad entre inversión y ahorro; de tal forma que, a diferentes niveles de empleo, el ahorro es igual a la inversión y, en consecuencia, a diferentes niveles de empleo corresponderán diversas tasas de interés naturales.

En el *Tratado*, la inflación o deflación se debe a una desigualdad entre el ahorro y la inversión: desigualdad provocada por una política monetaria excesivamente expansiva o restrictiva, la cual mantiene tasa de interés de mercado por debajo o por encima de la tasa natural. De esta forma, los movimientos ocurridos en la tasa de interés natural, originados por los cambios ocurridos en el sector productivo real, deben ser compensados por la política monetaria; es decir, si la tasa de interés natural baja o sube por razones reales, la tasa de mercado deberá también bajar o subir hasta igualar ambas, para mantener así el equilibrio. Dado que en el *Tratado* las fluctuaciones en la inversión se deben a las innovaciones tecnológicas, es decir, son reales; aún cuando Keynes anticipa que es difícil que el banco central las pueda contrarrestar, éste predice fluctuaciones permanentes en los precios. En otras palabras, en el *Tratado*, Keynes todavía considera que mediante políticas monetarias el banco central puede contrarrestar los cambios endógenos en la tasa natural.

En consecuencia, en el *Tratado* existen dos causas de inestabilidad: 1) los movimientos endógenos en la tasa de interés natural y 2) la pugna entre la especulación conservadora y el espíritu empresarial. La primera se refiere a factores reales, en la segunda se incorporan expectativas tanto con respecto a los movimientos futuros de la tasa de interés, como las relacionadas con los cambios en la eficiencia marginal del capital. Con la incorporación, en el segundo grupo de causas de inestabilidad, de las deudas y los activos de largo plazo, los movimientos en la eficiencia marginal del capital se traducen en movimientos en el

mercado de bono y; por tanto, de la tasa de interés. Esta agregación en el *Tratado* es lo que hace posible que el banco central, al controlar la tasa de interés, controle al mismo tiempo la eficiencia marginal del capital.

En la *Teoría general*, a partir de la política monetaria del sistema bancario, se sustituye la pugna entre los especuladores conservadores y el espíritu empresarial por la liquidez especulativa. Así, la tasa de interés en la *Teoría* es simplemente el precio que se cobra por perder liquidez, es el precio que permite balancear la política monetaria del sistema bancario y la demanda de liquidez especulativa que desean poseer los ahorradores².

En la *Teoría* los movimientos en la inversión generan cambios en el ingreso, que afectan el nivel de ahorro, permitiendo que en algunos casos éste se iguale a la inversión. Pero ello, no significa que a diferentes niveles de empleo correspondan diversas tasas de interés naturales. Al respecto, Keynes consideraba:

*“Ya no tengo la opinión de que un concepto de una tasa de interés ‘natural’, que previamente me pareció una idea más promisoría, contenga algo muy útil o significativa que contribuya a nuestro análisis”*³

² Este abandono de la concepción de la tasa de interés del *Tratado* en la *Teoría*, fue criticado por Leijonhufvud. Esta crítica implica dos dimensiones: la primera se refiere al mecanismo de determinación de la tasa de interés de mercado; la segunda, se centra en el concepto de tasa de interés natural. En cuanto a la primera, Leijonhufvud no logra percibir el cambio sustancial que implica la introducción tanto de la eficiencia marginal del capital como de la incertidumbre en los flujos empresariales esperados; por ello Leijonhufvud sostiene que Keynes debió mantener la teoría de la tasa de intereses del *Tratado*, y concluye que Keynes en la *Teoría* se aboca más al gasto del gobierno que al control de la tasa de interés por parte del banco central, porque, según él, Keynes se decepciona de la capacidad del banco central para controlar la tasa de interés de largo plazo. En este punto, es claro que Leijonhufvud no comprendió el argumento central de Keynes en el sentido de que el control de la tasa de interés no garantiza el equilibrio porque la inversión tiene su propia dinámica, pues depende de las expectativas empresariales volátiles.

En cuanto a la tasa de interés natural, Leijonhufvud en su defensa de la tesis de la inelasticidad de la inversión, fundamentada en la incapacidad del banco central para controlar la tasa de interés de largo plazo, recurre a la teoría de los fondos prestables del *Tratado*, con lo cual comete un grave error. En Keynes, la inelasticidad de la inversión se explica por la volatilidad de la eficiencia marginal del capital (r_d), y por el hecho de que r_d no es pronosticable ni aún probabilísticamente; esto es, r_d es incierta. La teoría de la preferencia por la liquidez no puede ser sustituida por las tesis del *Tratado*, como propone Leijonhufvud, sin eliminar la idea básica de la introducción de la categoría de la eficiencia marginal del capital, es decir, la incertidumbre con respecto al futuro. Ver Leijonhufvud, A. (1968), *On Keynesian Economics and the Economics of Keynes*, Oxford University Press.

³ *Ibid.*, p. 215.

En la *Teoría*, Keynes separa el efecto de las expectativas en la eficiencia marginal del impacto de las expectativas en la compra y venta de bonos; es decir, de la preferencia por la liquidez. Al respecto Keynes escribe:

Aunque la preferencia por la liquidez debida al motivo especulación corresponde a lo que en mi Treatise on Money denominé “el ambiente de bajísimo” (“el estado de especulación conservadora”) de ninguna manera es la misma cosa; porque el “ bajísimo” no se define allí como la relación funcional entre la tasa de interés (o precio de las deudas) y la cantidad de dinero, sino entre el precio del activo y las deudas, tomadas en conjunto, y la cantidad de dinero. Esta idea sin embargo, confundía los resultados debidos a un cambio en la tasa de interés con los procedentes de otro en la curva de la eficiencia marginal del capital- lo que espero haber evitado aquí”⁴.

Así, en la *Teoría* la eficiencia marginal del capital y la tasa de interés se mueven de manera independiente, lo cual constituye una diferencia importante con respecto al *Tratado*. En efecto, en la *Teoría*, Keynes desarrolla el concepto de eficiencia marginal del capital, que está estrechamente relacionado con las expectativas empresariales futuras; expectativas volátiles en cuanto están sujetas a incertidumbre. En consecuencia, la inversión en la *Teoría* es inestable. De ahí que la autoridad monetaria no sea capaz de controlar la inversión a través de la regulación de la tasa de interés.

Con la separación de la eficiencia marginal del capital de la tasa de interés, las expectativas empresariales no solo adquieren bases reales sino que además, se ven permeadas por la incertidumbre. La inversión adquiere una doble dinámica: la que se desprende de los movimientos en la tasa de interés y la que se deriva de la eficiencia marginal del capital. Para Keynes, la inversión es inelástica con respecto a la tasa de interés, pero como también depende de la eficiencia marginal del capital, ello significa que el control de la tasa de interés no garantiza el control de la inversión. La tasa de interés tendría que estarse ajustando continuamente para controlar la inversión, lo cual resulta una tarea imposible para el banco central.

Al eliminar en la *Teoría* la eficiencia marginal del capital de la pugna entre la especulación conservadora y el espíritu empresarial, tal y como estaba contemplado en el *Tratado*, Keynes reduce éste factor en la *Teoría*; especulación de la preferencia por la liquidez. Este motivo determina la liquidez que desea tener

el ahorrador, como consecuencia de sus expectativas a futuro respecto a los movimientos en las tasas de interés. De esta forma, la incorporación de la categoría de eficiencia marginal del capital conduce a Keynes a construir una teoría de la preferencia por la liquidez.

En efecto, en Keynes, los fondos prestables se determinan a partir de r_d y r ; siendo r_d la tasa de interés que determina la demanda de fondos y r la que determina la oferta. r_d está determinada por la eficiencia marginal del capital y r queda determinada por la oferta monetaria y por la preferencia por la liquidez. Según Keynes, los cambios esperados en el valor del dinero actúan sobre r_d , y estimulan o desestimulan la inversión, pero no actúan directamente sobre r , la tasa de interés. Por tanto, las expectativas de precios esperados más altos elevan a r_d ; si r_d sube acercándose a r , la inversión se estimula; y si r_d no se eleva, la inversión no se incrementará⁵.

2. El carácter inestable de la demanda de dinero

El carácter dinerario de la economía hará que los agentes económicos demanden el dinero como un activo, según sus preferencias por la liquidez. En palabras de Keynes:

“... La preferencia por la liquidez es una potencialidad o tendencia funcional que fija la cantidad de dinero que el público guardará cuando se conozca la tasa de interés; de tal manera que si r es la tasa de interés, M la cantidad de dinero y L la función de preferencia por la liquidez, tendremos $M = L(r)$. Tal es la forma y lugar en que la cantidad de dinero penetra en el mecanismo económico”⁶.

⁴ Ibid., p.157.

⁵ Cabe señalar que Fisher no distingue entre estos dos casos; él distingue entre tasa de interés real y la tasa nominal, pero no precisa si los cambios futuros en el valor del dinero fueron anticipados o no. Por ello Keynes lo crítica. En sus palabras: “Es difícil conferirle sentido a esta teoría como ha sido expuesta, porque no es claro si el cambio en el valor del dinero es anticipado o no”. Ver Keynes, J. M. (1987), op. cit., p. 129-131. Si consideramos que las expectativas sobre el futuro ocupan un papel central en la teoría de Keynes, Fisher comete un grave error al no incorporarlas de manera explícita. Al respecto Keynes dice: “..., la teoría del profesor Fisher podría volver a exponerse mejor en términos de una “tasa real de interés” definida como la que tendría que regir, a consecuencia de una variación en el estado de las expectativas respecto al valor futuro del dinero, para que este cambio no tuviera efecto sobre la producción corriente”. Ver Keynes, J. M. (1987), op. cit., p. 131.

⁶ Ibid., p. 152. El subrayado es nuestro.

Si bien Keynes en su formalización de la demanda de dinero, no separa el motivo transacción del motivo precautorio; no obstante en el Capítulo 15, “*Los incentivos psicológicos y de negocios para la liquidez*”, hace varias distinciones importantes al desglosar el motivo transacción en tres motivos: motivo gasto de consumo, el motivo negocios y el motivo precaución; pues al referirse al motivo negocios lo describe como la necesidad:

“... de conservar efectivo para cerrar el intervalo entre el momento en que se incurre en costos de negocios y aquel en que se reciben los productos de las ventas; incluyéndose bajo este epígrafe el efectivo que conservan los negociantes para salvar el intervalo entre la compra y la realización. La fuerza de esta demanda dependerá principalmente del valor de la producción corriente (y, por tanto del ingreso corriente) y del número de manos a través de las cuales pasa la producción”⁷.

De la misma forma, al definir el motivo precaución nos dice que, existen otros motivos para conservar liquidez, tales como:

“... atender las contingencias que requieren gastos repentinos y las oportunidades imprevistas de compras ventajosas, así como conservar un activo cuyo valor es fijo en términos monetarios para responder a una obligación fijada en dinero”⁸.

De lo anterior se desprende que, de acuerdo con Keynes, existen tres motivos para preferir la liquidez, es decir, para demandar dinero: el motivo transacción, que incluye el motivo ingreso y el motivo negocios, el motivo precautorio y el motivo especulación. El motivo ingreso se desprende del beneficio que proporciona la liquidez para cubrir los intervalos entre ingresos y gastos. El motivo negocios se deriva de la necesidad de cubrir el intervalo entre pagos de costos e ingresos de ventas. El motivo precaución se deriva de la conveniencia de contar con liquidez ante contingencias que representan gastos repentinos, o ante situaciones no previstas que requieren de liquidez. Según Keynes, estos dos motivos (transacción y precaución) están en función fundamentalmente del nivel

de ingreso, y son relativamente estables. La demanda de dinero por estos dos motivos (M1), quedaría expresada de la siguiente forma:

$$M1 = L_1(Y)$$

⁷ Ibid., p. 176. El subrayado es nuestro.

⁸ Ibid., p. 176. El subrayado es nuestro.

El tercer motivo para demandar dinero se debe a razones especulativas, y es una función continua que relaciona de manera inversa a la tasa de interés (r) con la cantidad de dinero que el público desea poseer. Al respecto Keynes dice:

“Hemos visto en el capítulo 13 que la incertidumbre con respecto al curso futuro de la tasa de interés, es la única explicación inteligible del tipo de preferencia por la liquidez L_2 que conduce a la tenencia de efectivo M_2 . Se deduce que una M_2 dada no tendrá 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 ”⁹.

La preferencia por la liquidez especulativa está determinada por la diferencia entre r y r^* , donde r^* es la tasa de interés que se considera como un nivel futuro seguro de r . Así, a medida que r disminuye, los individuos eventualmente calculan, de distinta forma cada uno, la magnitud en que r subirá, con lo cual la preferencia por la liquidez también subirá. De acuerdo con Keynes, los individuos tienen cierta idea de lo que r^* puede ser en el futuro y, saben que mantienen esta idea con incertidumbre, no en un sentido probabilístico, sino en el sentido de que les falta información para pronosticar este nivel de r^* . Dada esta incertidumbre, es entendible que, aún cuando r sea mayor que r^* , los individuos no inviertan toda su riqueza en bonos, pues no tienen la información suficiente para determinar el valor de r^* ¹⁰.

Además, cuando r cae, la eventualidad de que r resulte menor que r^* se hace más factible en los cálculos de un mayor número de individuos; entonces a medida que r baja, se acerca más al costo mínimo de oportunidad que representa dejar de tener liquidez. Esto y la falta de información son dos razones básicas que explican la relación inversa entre la liquidez especulativa y la tasa de interés. La demanda de dinero por motivos especulativos queda representada de la siguiente forma:

$$M_2 = L_2(r)$$

⁹ Ibid., p. 181.

¹⁰ Esto explica la paradoja de Tobin de por qué los individuos mantienen en el mundo real parte de sus recursos en efectivo y parte en bonos. Sin necesidad de distorsionar la tesis central de la existencia de incertidumbre, Tobin transforma ésta en una función probabilística.

Ahora bien, es necesario señalar que cuando Keynes hablaba, en el Capítulo 13, del motivo especulativo para demandar dinero, lo define como “*el propósito de conseguir ganancias por saber mejor que el mercado lo que el futuro traerá consigo*”¹¹. La presencia de estos elementos en el análisis de Keynes¹², obligan a incorporar de manera explícita el nivel de precios de los bienes de capital (P_k) a la demanda especulativa de dinero, pues dicha demanda estará determinada por el volumen de préstamos para financiar “*posiciones en bienes cuyo precio está sujeto a variaciones; tanto como las condiciones de los préstamos en dinero, esos precios esperados de los bienes constituyen las determinantes de la demanda especulativa de dinero*”¹³. Con ello se muestra que en el razonamiento de Keynes, implícitamente sí se establecía una relación de la demanda especulativa de dinero con la tasa de interés y con el precio de los bienes de capital.

Así, con la incorporación de los cambios en la demanda de dinero; esto es, de la preferencia por la liquidez que la especulación y/o incertidumbre provocan en los precios de los bienes de capital, la ecuación de demanda de dinero quedaría especificada de la siguiente forma:

$$M^D = M1 + M2 = L_1(Y) + L_2(r, P_k)$$

Pero aquí, la tasa de interés (r) se refiere únicamente a la tasa sobre préstamos en dinero. Si M^D está dada, entonces la demanda de dinero por el motivo especulación puede actuar como determinante del nivel de precios de los bienes de capital¹⁴. En consecuencia, dado un volumen de dinero, en tanto mayor sea el nivel del ingreso, mayor será la tasa de interés, y menor el precio de los bienes de capital. En este caso estamos hablando de cambios a lo largo de una función de

¹¹ Ibid., p. 154. El subrayado es nuestro.

¹² Según Minsky, estos factores no son retomados cabalmente en su planteamiento de la demanda de dinero. Al respecto, Minsky comenta: “*En la Teoría General el argumento apuntaba hacia el carácter multidimensional de la demanda de dinero, aunque ésa no haya sido estudiada cabalmente. Siendo multidimensional, el argumento de Keynes pudo haberse vinculado al criterio transaccional de Fisher sobre la demanda de dinero. Sin embargo, el rasgo verdaderamente en la formulación de Keynes, que lo hizo mucho más sólido que la catalogación que los tipos de transacción hacia la que apuntaba Fisher, es la vinculación de la demanda especulativa de dinero a las tasas de interés y a los precios de los bienes. Es lamentable que en su planteamiento de la preferencia por la liquidez él se valga de la tasa de interés como condición de los préstamos en dinero y como sustituto del suprimido nivel de precios de los bienes de capital, oscureciendo así su argumento*”. Minsky, (1987), op. cit., p. 87.

¹³ Ibid. p. 85. El subrayado es nuestro.

¹⁴ Ibid., p. 85.

preferencia por la liquidez. Sin embargo, si el mayor ingreso se explica por un incremento en la propiedad de los bienes de capital, entonces la función de preferencia por la liquidez se desplazará. De tal manera que, para un volumen dado de dinero, cuanto mayor sea el nivel de ingreso, mayor será la tasa de interés, y mayor también el precio de los bienes de capital¹⁵.

Keynes señala que no siempre queda claro si la velocidad del dinero (V) se define por la relación de Y a M o de Y a M1, él considera que V está definida por la segunda relación, esto es:

$$L_1(Y) = Y/V = M1$$

Con esta relación, V puede ser considerada como constante en el corto plazo; en el largo plazo el comportamiento de V dependerá de la organización bancaria e industrial, de los hábitos sociales, de la distribución del ingreso entre las distintas clases sociales y del costo real de mantener efectivo.

En el análisis de Keynes, el comportamiento de M2 está muy relacionado con la operación del mercado secundario de bonos. En efecto, la demanda de dinero por motivo especulativo se basa en el hecho de que en el mercado secundario de bonos de renta fija se establece una relación inversa entre la tasa de interés que paga dicho bono y el precio del mismo. Esto permite que los inversionistas puedan obtener ganancias optando entre retener su riqueza como dinero frente a la posibilidad de hacer una inversión comprando un bono de largo plazo que paga una tasa de interés monetaria. Ello estimula las conductas especulativas característica de las economías modernas.

En este sentido, habrá los que evalúan que la tasa de interés de los bonos subirá, por lo que consideran que el precio de éstos tenderá a bajar. Por ello, mantendrán efectivo hasta que estimen que la tasa de interés sea lo suficientemente alta, de tal manera que comenzará a bajar, marcando así el inicio de una tendencia alcista en el precio de los bonos. Justo en este momento el inversionista se desprenderá

¹⁵ Ibid., p. 86

de su liquidez, comprando bonos dado que el aumento en su precio lo beneficiará. Así, el inversionista mantendrá su tenencia en bonos hasta que se invierta la tendencia a la baja de la tasa de interés. En este punto venderá dichas posesiones para obtener liquidez hasta que se presente otro ciclo de compra. Debido a que estos inversionistas actúan con la expectativa de la tasa de interés hacia la baja, se les caracteriza como “bajistas”. En cambio otro inversionista considerará que la tasa de interés ya está demasiado alta; por lo que debe comenzar a bajar, con lo cual el precio de los bonos comenzará a subir. Por ello, estos especuladores se desprenderán de su liquidez y comprarán bonos. A estos inversionistas se les conoce como “alcistas”.

En un mercado de bonos conviven “bajistas” y “alcistas”, pero cuando dominan los bajistas se puede producir la “trampa de la liquidez”, ya que en este caso todos los inversionistas prefieren quedarse líquidos porque suponen que el precio de los bonos continuará bajando, provocando con ello una crisis de liquidez en el mercado de bonos por falta de demanda.

La preferencia por la liquidez debido a causas especulativas, nos permite afirmar que la tasa de interés de los bonos a largo plazo es el indicador del deseo especulativo que tienen los inversionistas, cuando deciden entre conservar su riqueza en forma líquida o mantenerla en bonos. En este sentido, dicha tasa representa un premio por renunciar a la liquidez y no un premio por abstenerse de consumir, como se presentaba en el enfoque neoclásico. Al respecto, Keynes era claro al afirmar que:

*“ ..., en cualquier momento, por ser la tasa de interés la recompensa por desprenderse de la liquidez , es una medida de la renuncia de quienes poseen dinero a desprenderse del poder líquido que dá. **La tasa de interés no es el precio que pone en equilibrio la demanda de recursos para invertir con la buena disposición para abstenerse del consumo presente. Es el precio que equilibra el deseo de conservar la riqueza en forma de efectivo, con la cantidad disponible de éste último...**”¹⁶*

Keynes concluye que la fuerza del motivo transacción (que incluye el motivo gasto de consumo, el motivo negocios y el motivo precaución), dependerá:

¹⁶ Keynes, (1987), op. cit., p. 152. El subrayado es nuestro.

“..., en parte, de la baratura y la seguridad de los métodos para obtener efectivo cuando se necesite, por medio de alguna forma de **préstamo temporal**, particularmente por sobregiro o su equivalente; porque no hay necesidad de conservar efectivo **ocioso para cerrar los intervalos** si se puede obtener sin dificultad en el momento oportuno”¹⁷.

Con base en la definición de Keynes, que arriba transcribimos sobre el motivo precautorio para demandar dinero, Minsky incorporó a la demanda de dinero los compromisos financieros privados pendientes (F), manteniendo el volumen de ésta deuda pendiente una relación variable con el ingreso. En consecuencia, la demanda de dinero estará dada ahora, de la siguiente forma:

$$M^D = M1 + M2 + M3 = L_1(Y) + L_2(r, P_k) + L_3(F)$$

Según Minsky con la introducción de L_3 , la función de liquidez correspondiente al motivo precautorio, queda contemplada la demanda de dinero para hacer frente a los compromisos de deudas financieras privadas pendientes (F)¹⁸. De esta forma, F aumentará a medida que aumenta la inversión planeada o *ex-ante*, lo que provocará un aumento en la demanda de dinero debido a un incremento en los compromisos de pago futuros, como consecuencia del incremento en el volumen de la inversión. Por tanto, dado un volumen y un nivel de ingreso, en tanto mayor sea el volumen de compromisos financieros privados vencidos (F), mayor será la tasa de interés y menores los precios de los bienes de capital.

La presencia del motivo financiamiento en el razonamiento de Keynes, nos permite afirmar que él rechazaba la *teoría de los fondos prestables*¹⁹, que supone que la oferta y demanda de crédito determina la tasa de interés; en cambio, acepta que la inversión al requerir de dinero, incrementa la demanda de éste, modificando con ello la tasa de interés²⁰.

¹⁷ Ibid., p. 176. El subrayado es nuestro.

¹⁸ Cabe señalar que si bien es cierto que Keynes en su obra principal *La Teoría general*, en particular en el Capítulo 15, no se refiere a la demanda de dinero por el motivo financiamiento, y da mayor importancia al motivo especulación; no obstante en su discusión con Ohlin, Keynes reconoce la importancia de la demanda de dinero para financiamiento. Al respecto véase Keynes, J. M. (1937b), “Alternative Theories of the Rate Interest”, *The Economic Journal*, junio; y (1937c), “The ‘Ex-Ante’ Theory of the Rate of Interest”, *The Economic Journal*, diciembre.

Por último, existen los cuasi-dineros (CD) que, de acuerdo con Minsky²¹ permiten satisfacer la demanda de seguridad y la demanda precautoria de dinero. Con la incorporación de los CD, la demanda total neta de dinero es una función de los motivos transacción, precaución, financiación y especulativo. La cual queda expresada de la siguiente forma:

$$M^D = M1 + M2 + M3 + M4 = L_1(Y) + L_2(r, P_k) + L_3(F) - L_4(CD)$$

Siendo L_4 el factor de liquidez sobre el cuasi-dinero (CD), que indica que dado un volumen de dinero, un nivel de ingreso y un volumen de compromisos financieros vencidos (incluyendo la inversión planeada), tenemos que en tanto mayor sea el volumen de cuasi-dinero (depósitos de ahorro y bonos de ahorro, etc.), menor será la tasa de interés, y menor el precio de los bienes de capital.

Un mercado financiero organizado y desarrollado tiene la ventaja de que disminuye la demanda de dinero por el motivo precautorio; esto es, la necesidad de poseer determinado monto de efectivo en el futuro; sin embargo, aumenta la demanda de dinero por el motivo especulación. Un mercado así permite cierto grado de liquidez en la posesión de acciones y de deuda, lo que reduce la necesidad de liquidez por motivos precautorios, facilitando de esta forma el financiamiento de proyectos de largo plazo con ahorros que mantienen un grado sustancial de liquidez. La desventaja, como dijimos, es que estimula la demanda de dinero especulativo.

Recapitulando, en el modelo de Keynes, el mercado de dinero es el ámbito económico en el cual la relación entre oferta y demanda de dinero determinan la tasa de interés monetaria, la cual es concebida por Keynes como un fenómeno

¹⁹ Sobre la teoría de los fondos prestables, ver el Capítulo IV de este trabajo.

²⁰ Chick, Victoria (1990), *La macroeconomía según Keynes*, Alianza Universidad Textos, Madrid, España, pp. 204-205.

²¹ Minsky, H. (1987), op. cit., p. 86.

estrictamente monetario. La tasa de interés es la recompensa por no atesorar, por mantener el ingreso no consumido (ahorro) en activos financieros distintos al dinero; en otras palabras, es el pago por desprenderse de liquidez; por tanto, no determina el nivel del ahorro.

3. Elasticidad positiva de la demanda de dinero

En el capítulo 21 de su *Teoría General*, Keynes critica la dicotomía presente en la teoría neoclásica de los precios; que, por un lado, recurre a la *teoría del valor* para explicar la formación de los precios relativos; mientras que por el otro, se vale de la *teoría del dinero* para explicar el nivel de precios. Keynes señala cómo mediante la teoría del valor, los neoclásicos llegan a la determinación de los precios a través de las condiciones de la oferta y la demanda (tales como los costos marginales, las preferencias de los consumidores, la elasticidad de la oferta en el corto plazo, etc.); en cambio, cuando se retoma la teoría del dinero, la teoría neoclásica deja de lado los conceptos de elasticidad de la oferta y la demanda, y se pasa a la determinación de los precios por conceptos como la cantidad de dinero, la velocidad ingreso, la velocidad de circulación, etc.²²

Al respecto, Keynes sostiene que un aumento en la cantidad de dinero no necesariamente eleva los precios en la misma proporción, como sostiene la teoría cuantitativa, y que los precios relativos se modifican cuando el nivel de precios cambia. Así, el efecto de un aumento en la cantidad de dinero sobre los precios, dado un volumen de recursos productivos en el corto plazo, dependerá, por un lado, del efecto que ese aumento provoque sobre la demanda efectiva; y por el otro, del efecto que ésta genere en el nivel de ocupación y, por tanto, en los costos.

Por otro lado, para Keynes la tasa de interés tiene un *límite mínimo*, que está determinado por la utilidad del dinero como medio de pago perfectamente líquido;

²² Keynes, J. M. (1987), op. cit. p. 260.

de tal manera que este *límite mínimo* no puede descender aunque el ahorro exceda a la inversión. Además, Keynes sostiene que los salarios se fijan en términos nominales, y que dados los acuerdos institucionales (tales como los contratos laborales), los salarios nominales no se ajustan inmediatamente que se registran variaciones en la demanda y en los precios. Este retraso entre el aumento de precios y el aumento en los salarios nominales provoca que los salarios reales se reduzcan en el periodo intermedio. Esta situación pone de manifiesto la disposición de los trabajadores para emplearse por salarios reales menores; lo que explica que en el corto plazo un aumento en el nivel del producto no ocasione un incremento en los precios²³.

La afirmación de Keynes en torno a la existencia de un límite mínimo a la tasa de interés, por debajo del cual los inversionistas se negarán a comprar valores, significa que la velocidad de circulación del dinero es inestable. En otras palabras, significa que si la banca central quisiera elevar la liquidez mediante un aumento en la oferta monetaria por arriba de la cantidad de dinero deseada para estimular la demanda tanto de bienes como de activos financieros, los precios de éstos subirían, con lo cual la tasa de interés se reduce. Sin embargo su objetivo no se lograría, pues los inversionistas preferirán mantener su dinero líquido antes que comprar más valores.

Esto es así porque Keynes considera que la inversión en valores depende no sólo de la tasa de interés que se paga por éstos, sino también de las ganancias de capital que los inversionistas esperan obtener por las variaciones en sus cotizaciones.

De tal forma que al bajar la tasa de interés del mercado, el ingreso que obtienen los inversionistas por pago de intereses sobre activos financieros disminuye, pero obtienen ganancias de capital al subir las cotizaciones de sus valores en cartera,

²³ En apoyo a esta situación Keynes recurrió a la evidencia empírica para mostrar cómo en los periodos de expansión, cuando el empleo sube (y los precios suben), los salarios reales tienden a bajar; mientras que en los periodos de recesión, cuando el empleo baja (y los precios también bajan), los salarios reales tienden a subir.

debido a que el valor de mercado de un activo financiero (B) está determinado por el cociente que resulta de dividir la corriente de ingresos a que dá derecho la tenencia de valores (π) entre la tasa de interés del mercado (i). Esto es:

$$B = \pi / i$$

En estas circunstancias, Keynes señala que es posible que ante una tasa de interés baja, el inversionista considere no prudente comprar más valores, aunque disponga de liquidez para hacerlo, por temor a que una elevación de la tasa de interés del mercado le provoque pérdidas de capital, inducidas por la baja en las cotizaciones de los valores que tiene en su cartera. De cumplirse esta situación, la mayor liquidez que pudiera generar la autoridad monetaria no se canalizará al mercado de valores. En consecuencia los precios de los valores no subirán, ni la tasa de interés bajaría, sólo si se lograra aumentar los saldos monetarios, con lo que la velocidad de circulación del dinero disminuirá, ya que:

$$MV = PY$$

$$\downarrow V = PY/\Delta M$$

Keynes señala que este exceso de liquidez no tendrá ningún efecto sobre el gasto, debido por una parte, a que la inversión no se modificará, pues la tasa de interés no presentará variaciones ; y por la otra, a que el consumo tampoco se elevará, ya que éste es una función estable del ingreso. Por otra parte, si el límite mínimo de la tasa de interés ha sido alcanzado, de tal manera que se está en una situación de liquidez absoluta, la única forma de generar un mayor gasto en inversión es mediante la elevación de la eficacia marginal del capital. Esto es, incrementando los flujos de utilidades, que dependen a su vez de la demanda esperada. De ahí que Keynes recomiende no sólo medidas de política monetaria, sino también un política fiscal expansiva (de gasto público deficitario) que, al elevar las utilidades (π), estimule la inversión aunque la tasa de interés permanezca fija.

Al respecto es importante señalar que la teoría de la preferencia por la liquidez de Keynes no se basa en el concepto de preferencia por la liquidez keynesiano. Para él es suficiente con reconocer que la demanda especulativa de dinero y, por ende,

la demanda total de dinero, es inestable y elástica; de tal forma que cuando el ingreso cae y, en consecuencia, la demanda de dinero por motivo transaccional disminuye, la tasa de interés no cae apresuradamente

En este punto es importante recordar que, para Keynes, el consumo (C) es una función estable del ingreso (Y), esto es

$$C = f(Y)$$

y dado que el ingreso (Y) está determinado por la suma del consumo (C) y la inversión (I):

$$Y = C + I$$

Entonces, para que crezca el consumo (C) y el ingreso (Y), es necesario que crezca la inversión (I). Por tanto

$$Y = f(I)$$

Si la inversión se contrae debido a que las expectativas de ganancias son inciertas, y porque la tasa de interés no puede bajar más (porque se ubica en un punto mínimo de liquidez absoluta), no existe mecanismo automático que lleve a la economía al equilibrio de pleno empleo. Al contrario, Keynes señala que ante la contracción de la inversión se reducirá el consumo, y el multiplicador operará en sentido contrario, aumentando el desempleo. En consecuencia, dada la incapacidad de la política monetaria para inducir un descenso en la tasa de interés, pues la existencia de ganancias o pérdidas de capital por variaciones en las cotizaciones de los valores financieros condicionan la conducta de los inversionistas e impide que la tasa de interés baje más allá de su nivel convencional, Keynes argumentaba que sólo una política de gasto público deficitario, que estimule la demanda autónoma, sería capaz de mejorar las expectativas de ganancia, en la medida que eleve la eficiencia marginal del capital, que junto con la tasa de interés determinan la inversión. Sólo mediante este mecanismo es posible elevar el nivel de la inversión necesario para incrementar el nivel de empleo; y por tanto, el nivel de ingreso real.

4. La incertidumbre y el carácter endógeno de la oferta monetaria

El análisis de los economistas prekeynesianos quedaba circunscrito a la ley de Say, que sostenía que toda oferta creaba su demanda, lo que suponía la igualdad entre el ahorro y la inversión física; esto es, se identificaba el ahorro con la compra de bienes de capital, de tal forma que cuando la inversión física era insuficiente para mantener el pleno empleo, se recomendaban políticas de fomento tendientes a incrementar el ahorro. Así, el recurso analítico de la ley de Say permitía negar la posibilidad de un equilibrio con subempleo.

Para Keynes, cuyo análisis se basa en una economía monetaria, el ahorro no siempre se canaliza a la compra de bienes de capital; el futuro no se conoce, existe incertidumbre, y no existe un arbitrajista que proporcione información veraz, oportuna y sin costo²⁴. Para subrayar el efecto de la incertidumbre, Keynes sostenía lo siguiente:

“Permítaseme explicar que por conocimiento “incierto” no quiero únicamente distinguir lo que se conoce con certeza de lo que solamente es probable. El juego de la ruleta rusa, no está en este sentido, sujeto a la incertidumbre... El sentido que le doy al término es aquel que se usa cuando se dice que la perspectiva de una guerra en Europa es incierta ; o cual será el precio del cobre o la tasa de interés en veinte años ... En torno a estos temas no hay bases científicas, ni siquiera para calcular su mínima probabilidad”²⁵

La presencia de incertidumbre en el análisis de Keynes explica la creación de activos financieros (dinero, títulos, etc.) que sirven como depósitos de valor, y que permiten trasladar al futuro las decisiones de qué bienes comprar con los ahorros. La producción de estos activos se realiza casi sin ocupar recursos productivos (tierra, trabajo, maquinaria, etc); de ahí que cuando el ahorro se canaliza hacia ellos se queden sin emplear los factores que antes estaban empleados en la generación de ingresos (bienes de capital, bienes de consumo, etc.). En consecuencia, la existencia de activos financieros invalida la ley de Say; en cambio, en una economía de trueque las decisiones de ahorro directamente incrementan el acervo de los bienes de capital, pues no existe el dinero ni los activos financieros en los cuales invertir los ahorros. La decisión de ahorrar no

²⁴ Mántey, de Anguiano G. (1994), *Lecciones de Economía Monetaria*, Facultad de Economía/UNAM, México, p. 167.

²⁵ Keynes, J. M. (1973), “A Treatise on Probability”, en D. Moggridge (ed.), *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, Vol. VIII, Macmillan and Cambridge University Press, London, Inglaterra, pp. 213-214.

puede ser separada de la decisión de invertir; por lo tanto, la ley de Say se cumple. Pero en una economía monetaria donde existe el dinero y otros activos financieros, la separación entre las decisiones de ahorro e inversión es posible. En efecto, en una economía real el dinero y los activos financieros se demandan como depósitos de valor, en tanto que los bienes de capital se demandan sólo por el servicio que prestan. En estas circunstancias, nada asegura que el ahorro se iguale a la inversión.

De la diferencia que hace Keynes entre el riesgo y la incertidumbre, se desprende que el dinero se demanda²⁶ no sólo como un medio de pago, sino también por su función como depósito de valor; esto es, como un activo que sirve de puente entre el presente y el futuro incierto. Este diferimiento de las decisiones (que de ser equivocadas, pueden ocasionar pérdidas de capital) dan lugar a una demanda de dinero como depósito de valor, que junto con la demanda de dinero para transacciones conforman la demanda total de dinero, que es inestable dada la incertidumbre y la presencia del *motivo financiero* en la demanda de dinero para transacciones. En efecto, un incremento en la tasa de interés puede generar pérdidas de capital, al obligar a los inversionistas a vender de manera apresurada sus activos financieros.

Así, ante la posibilidad de que la tasa de interés suba repentinamente, pues la información es imperfecta, el dinero se convierte en el medio más seguro de conservar poder de compra en comparación con los títulos financieros; lo que presionará sobre la demanda especulativa de dinero. Este razonamiento condujo a Keynes a sostener que la demanda de dinero es inestable.

²⁶ Recordemos que para los monetaristas la demanda de dinero está determinada por la relación estable entre la cantidad de dinero en circulación y el ingreso; lo que junto con los supuesto de que la demanda de dinero es poco sensible a la tasa de interés (baja elasticidad de la demanda de dinero a la tasa de interés), y el de una oferta monetaria exógena; hacen que dicha demanda sea estable. De este razonamiento, los monetaristas han desprendido afirmaciones que tienen fuertes implicaciones en términos de política económica. Por un lado, a partir de la estabilidad que según ellos, guarda la demanda de dinero con respecto al ingreso, deducen que el multiplicador monetario es más eficaz que el multiplicador keynesiano; argumento que ha sido utilizado por los monetaristas para criticar la instrumentación de políticas fiscales expansivas, con fines anti-cíclicos. Y, por el otro, la baja elasticidad de la demanda de dinero con respecto a la tasa de interés, los condujo a minimizar la demanda especulativa de dinero. Ver Mántey, (1994), op. cit., p. 117.

Dentro de este marco analítico, Keynes propone reducir la tasa de interés mediante aumentos en la oferta monetaria, que se lograría por medio de las operaciones de mercado abierto. Esto es, comprando valores para reducir la tasa de interés, estimulando de esta forma la inversión en activos productivos²⁷. No obstante, Keynes preveía tres situaciones en las cuales este mecanismo no operaba : i) cuando la tasa de interés llegará a un punto mínimo (correspondiente al estado de liquidez absoluta), ii) cuando la política tradicional del banco central²⁸ fuera insuficiente para elevar el precio de los bienes de capital en el mercado financiero (P_K^d), y iii) cuando la disminución de la tasa de interés (i) no fuera suficiente para lograr la inversión correspondiente al pleno empleo.

En estas circunstancias la política monetaria tradicional dejaba de ser efectiva, y era necesario acompañarla de una política fiscal expansiva de gasto público exógeno, que estimule la demanda autónoma. Elevando con ello la eficiencia marginal del capital y, en consecuencia, las expectativas de ganancia. Es decir, cuando los precios de los bienes de capital (en el mercado financiero) no fueran los adecuados para lograr el pleno empleo (esto es, que fueran bajos respecto a sus precios de oferta porque la tasa de interés es alta); lo pertinente, según Keynes sería actuar sobre la tasa de interés (i) y no sobre la tasa de los salarios monetarios (w)²⁹, pretendiendo elevar las utilidades esperadas (π).

En el análisis de Keynes el *Efecto Pigou* carece de importancia, debido a que la oferta monetaria está formada fundamentalmente por dinero interno; es decir, por dinero creado por los bancos en respuesta a una demanda de crédito. Con la existencia de dinero interno, los agentes económicos en su conjunto, no ganan ni

²⁷ Recordemos que Keynes afirmaba que para que se diera la inversión era necesario que la eficiencia marginal del capital ($EMgK$) fuera mayor que la tasa de interés (i), si esto se cumple ($EMgK > i$); entonces el precio de oferta del bien de capital (P_K^o) es menor que el precio de demanda en el mercado financiero (P_K^d). Esto es: ($P_K^o < P_K^d$).

²⁸ Este límite se presenta cuando el banco central no acepta seguir comprando títulos a precios altos dada la presencia de pérdidas en sus operaciones.

²⁹ Si a esta tasa de salarios nominales (w), los salarios reales fueran demasiado altos, según Keynes, basta con dejar fija w , y esperar que el aumento en los precios provocado por una mayor producción y un mayor empleo, lleven a los salarios reales a su nivel apropiado.

pierden si los precios bajan, ya que mientras lo acreedores ven aumentar sus activos en términos reales, los deudores por su parte, ven incrementarse sus pasivos también en términos reales.

Por otra parte, la presencia del *motivo financiero* como parte de la demanda de dinero para transacciones en el modelo de Keynes, lleva a éste a plantear la demanda de dinero para transacciones como una función de los *gastos planeados* y no de los *gastos realizados*, como sostienen los monetaristas. Siguiendo a Keynes, un aumento en los gastos de inversión *planeados* hace que los empresarios eleven sus saldos monetarios para asegurar el cumplimiento de sus obligaciones de pagos que han contraído con la compra de bienes de capital. Aunque el ingreso inicialmente no se eleve (en tanto los bienes de capital se ordenan y son producidos), se da inmediatamente un incremento en la demanda de dinero, lo que ante una oferta monetaria dada, hará subir la tasa de interés de equilibrio. En consecuencia, si en un periodo de expansión las autoridades monetarias se empeñan en mantener un nivel rígido en el incremento de la oferta monetaria, tomando sólo como referencia el nivel de ingreso efectivamente generado, sin considerar ; por ejemplo, que la demanda de dinero para transacciones (*motivo financiamiento*) aumenta aún cuando el ingreso no se haya elevado todavía; necesariamente se generará una alza en la tasa de interés. Ante ello, Keynes advertía que esta situación podría frenar la acumulación de capital, y con ello la producción y el empleo³⁰.

En tales circunstancias, Keynes recomendaba a las autoridades monetarias permitieran a las empresas sobregirarse con sus bancos, con el propósito de que la oferta monetaria se expandiera de acuerdo con el incremento en la demanda de dinero. Al respecto él argumentaba:

“... los bancos mantienen una posición clave en la transición de una menor a una mayor escala de actividad. Si ellos se rehusan a relajar el mercado de crédito a corto plazo, o el mercado de nuevas

³⁰ La ausencia del motivo financiero en el análisis de los monetaristas, los lleva a suponer que la demanda de dinero es una función estable del *ingreso realizado*. De ahí que su recomendación sobre la política monetaria apropiada para mantener el crecimiento con estabilidad de precios en una economía en expansión, consista en un incremento en los medios de pago acordes con los niveles de crecimiento del ingreso.

emisiones, según sea el caso, pudiendo inhibirla, sin importar qué tan austera se propusiera ser la gente con su ingreso futuro. Por otra parte, siempre habrá exactamente el suficiente ahorro ex post para satisfacer la inversión ex post... El mercado de la inversión puede llegar a congestionarse por una falta de dinero... nunca por una falta de ahorro. Esta es la más importante de mis conclusiones en este campo”³¹.

Con la presencia en su análisis del motivo financiamiento, y la consiguiente introducción de las instituciones bancarias cuyas obligaciones son los cuasi-dinero, Keynes está planteando la determinación endógena del nivel de la oferta monetaria. Las relaciones institucionales crediticias, que son un factor distintivo del sistema capitalista porque se generan en respuesta a la incertidumbre que caracteriza al mismo, tienen su forma primaria en los contratos que, por un lado, permiten diferir ingresos monetarios en el presente hacia el futuro mediante el dinero; y por la otra, permite establecer “*acuerdos*” tendientes a reducir el costo de la incertidumbre entre los agentes económicos demandantes y oferentes. Son precisamente las deudas la forma original de los contratos, que históricamente surgen con la creación del dinero. A través de los contratos se diferencian pagos y precios-lista que son ofrecimientos para la compra-venta (Keynes, 1930). Es decir, los contratos a futuro establecen la conexión temporal necesaria para enfrentar la incertidumbre, que explica la existencia de una economía monetaria. En este contexto, las instituciones financieras no sólo desarrollan instrumentos monetarios que permiten trasladar el ingreso de unidades superavitarias a unidades deficitarias, sino que también crean dinero, mediante contratos que financian a la inversión. En otras palabras, trasladan y crean recursos desde el sistema financiero hacia el productivo, generando activos físicos que dinamizan el crecimiento económico. En consecuencia, dado que la creación de cuasi-dinero es la manifestación de una demanda de financiamiento, una innovación financiera puede generar una elevación en el precio de los bienes de capital, conjuntamente con tasas de interés crecientes sobre los préstamos en dinero.

En este sentido, Keynes considera que en un sistema en que los bancos y los cuasi bancos determinan el volumen de dinero efectivo, se puede considerar que

³¹ Keynes, J. M. (1937c) “The Ex-Ante Theory of the Rate of Interest”, *The Economic Journal*, diciembre, p. 670.

la tasa de interés “está determinada por la interacción de las condiciones en que el público desea tener más o menos liquidez [pedir prestado] y de aquellas en que el sistema bancario está dispuesto a ser más o menos deslíquido [a prestar]”³².

De la revisión que hemos realizado del análisis Keynes, podemos desprender cuatro argumentos: primero, el reconocimiento de la existencia de incertidumbre, así como de la diferencia entre ésta y el riesgo, entendiendo por incertidumbre la imposibilidad de medir la ocurrencia de un resultado³³. Se puede afirmar que el dinero en el sistema capitalista se distingue por su función de depósito de valor, que tiene la particularidad de expandir o retener el nivel de producción; segundo, con base en lo anterior, para Keynes la demanda de dinero será inestable, debido al carácter especulativo de su componente M2 y al motivo precautorio para enfrentar los compromisos de deudas financieras privadas pendientes, cuyas variaciones dependen de la información disponible, y con base en ello, del balance en las expectativas sobre el futuro de la tasa de interés; tercero, en consecuencia con los dos argumentos anteriores, el sistema económico capitalista por ser un sistema de producción monetaria, a diferencia del sistema de trueque, presupone la existencia de dinero basado en el crédito (dinero interno), distinto del dinero mercancía y de curso legal (externo) creado por el banco central; y cuarto, un sistema monetario basado en el crédito tiene dos características; la primera se refiere al hecho de que a través de éste se realizan los pagos de cualquier transacción comercial; y la segunda, consiste en ser el medio con el que se incrementa la cantidad de fondos en circulación.

5. Expectativas futuras e inversión

En el *Tratado* el análisis de las expectativas de largo plazo constituyen un aspecto importante, aunque en la *Teoría* se hace énfasis en los efectos que aquellas provocan en la inversión. En efecto, en la *Teoría* Keynes afirma que, la existencia de un mercado de acciones permite la reevaluación permanente de las inversiones

³² Ibid., p.669.

realizadas; de tal forma que determinada clase de inversiones queda sujeta a las expectativas promedio de aquellos que negocian en el mercado de acciones. Entonces, tanto en el *Tratado* como en la *Teoría*, el mercado de valores juega un papel central dentro de la dinámica especulativa del sistema económico, pero en la *Teoría* Keynes da una explicación de los efectos citados en el *Tratado*.

En la *Teoría*, Keynes critica el argumento de algunos economistas que consideran que es una buena decisión el que las instituciones inversionistas (mercado de valores) se mantengan en valores líquidos, por considerar que dicho punto de vista ignora el hecho de que la comunidad no dispondrá de liquidez, ya que los proyectos de inversión son de largo plazo. Keynes considera que el mantenerse líquido constituye el negocio de los especuladores en el corto plazo, esperando anticiparse a la tendencia general del mercado de valores; en cambio el negocio de la inversión es el de invertir en el futuro para vencer las fuerzas oscuras del tiempo y la ignorancia³⁴. Una diferencia importante entre la *Teoría* y el *Tratado* es el efecto que Keynes le otorga a lo que denomina el “estado del crédito”. En el *Tratado*, una baja en el precio de los valores debido a una caída en el estado de confianza puede compensarse con un incremento en el nivel de crédito; esto es, con la liquidez otorgada por el sistema bancario. En la *Teoría*, al referirse al estado de confianza y al estado de crédito (liquidez), Keynes dice:

*“Pero mientras el debilitamiento de cualquiera de los dos es suficiente para causar una baja violenta, la recuperación necesita que ambas resurjan; porque mientras el debilitamiento del crédito es suficiente para ocasionar una postración, su fortalecimiento, aunque es requisito previo de la recuperación, no basta”*³⁵

De esta forma Keynes limita la capacidad del sistema bancario, debido a que los incrementos en la liquidez y las reducciones en la tasa de interés no se reflejan en un incremento en la inversión, si el estado de confianza continúa deteriorándose.

Al respecto Keynes escribe:

*“... probablemente las fluctuaciones en la estimación del mercado de la eficiencia marginal de las diferentes clases de capital, calculadas en la forma descrita antes, serán demasiado grandes para contrarrestar con alguna modificación factible de la tasa de interés”*³⁶

³³ Como la imposibilidad de asignar probabilidad de ocurrencia de algún evento específico.

³⁴ Keynes, J. M. (1987), op. cit. pp. 143-144.

³⁵ Ibid., p. 144.

Esto no significa que Keynes creyera que la inversión es inelástica a la tasa de interés, como lo afirmaron posteriormente los keynesianos de la síntesis neoclásica, tampoco es el caso de que Keynes dudara de la capacidad del banco central, como Leijonhufvud argumentó; por el contrario, simplemente Keynes consideró que el equilibrio se explicaba por el lado de las expectativas ligadas a la inversión, y era aquí donde se debía actuar. De ahí que Keynes recomendara un incremento de la inversión gubernamental. En este sentido, Keynes dijo:

“Espero ver al Estado, el cual está en situación de poder calcular la eficiencia marginal de los bienes de capital a largo plazo sobre la base de la consecuencia social general, asumir una responsabilidad cada vez mejor en la organización directa de las inversiones...”³⁷.

Como vemos, para Keynes era necesario actuar directamente sobre las expectativas o sobre la inversión, ya que aquéllas constituyen el elemento inestable, y no se avanza mucho con reducir el salario para aumentar la tasa de ganancia, ni tampoco con reducir la tasa de interés, para de esta forma aumentar las ganancias descontadas, porque la disminución en los salarios o en la tasa de interés irían detrás de la inestabilidad y volatilidad de las expectativas, generadas por un mercado de valores que tiende a mantenerse líquido. En otras palabras, se trasladaría la inestabilidad del mercado de valores a los acuerdos salariales y se producirían movimientos erráticos en la tasa de interés; la inestabilidad debe atacar la causa de la inestabilidad, esto es, las expectativas.

Con lo anterior Keynes no quería decir que las decisiones de inversión dependieran únicamente de causas especulativas, pues debemos recordar que para él, dichas decisiones estaban determinadas tanto por la actividad empresarial como por las expectativas de largo plazo que esta actividad genera. Sin embargo, el planteamiento de Keynes insiste en que no se debe descuidar la influencia del motivo especulativo en las decisiones de inversión. En este punto, Keynes dice:

“No debemos deducir de esto que todo depende de oleadas de psicología irracional...Estamos simplemente acordándonos de que las decisiones humanas que afectan el futuro ..., no pueden depender de la expectativa matemática estricta, desde el momento que las bases para realizar semejante cálculo no existen; y que es nuestra inclinación natural a la actividad la que hace girar las ruedas escociendo nuestro ser racional entre

³⁶ Ibid., p.149.

³⁷ Ibid., p. 149.

las diversas alternativas lo mejor que puede, calculando cuando hay oportunidad, pero con frecuencia hallando el motivo en el capricho, el sentimentalismo o el azar”³⁸

Por otro lado, la posición de Keynes en torno a la teoría de la tasa de interés quedó claramente expuesta en los escritos posteriores a la *Teoría general*. En su artículo “La teoría general del empleo” (1937), Keynes enfatiza la importancia de la incertidumbre; al respecto dice:

“El cálculo de probabilidad, a pesar de que su mención no se hace explícita, se suponía que era capaz de reducir la incertidumbre al mismo estado calculable de la certidumbre misma..., sin embargo, nosotros tenemos, por regla, solamente la más vaga idea de cualesquiera que no sean las consecuencias más directas de nuestros actos... Así, el hecho de que nuestro conocimiento del futuro es fluctuante; vago e incierto, convierte a la riqueza (la cual es afectada por un futuro remoto) en un sujeto particularmente inadecuado para los métodos de la teoría económica clásica”³⁹

De esta cita se desprende que, para Keynes, la preferencia por la liquidez refleja el grado de desconfianza con respecto al futuro; así, a medida que ésta aumenta, la tasa de interés que debe pagarse para evitar que los individuos mantengan dinero, también debe aumentar⁴⁰. Pero esta incertidumbre también se refleja en la eficiencia marginal del capital, ya que influye en la determinación del valor de los flujos de efectivo esperado a futuro. Y, estos flujos descontados con r , determinan el precio de demanda del capital; en consecuencia, la inversión se realizará siempre y cuando éste precio sea al menos igual al costo de producción, es decir, siempre y cuando $r_d \leq r$.

El nivel de confianza que afecta tanto a la preferencia por la liquidez como la eficiencia marginal del capital, explica las fluctuaciones en la inversión, las cuales son independientes de la propensión a ahorrar de cada individuo y de la eficiencia marginal del capital. Cuando la confianza decae, la preferencia por la liquidez elevará la tasa de interés, lo que provocará que el valor presente de los flujos de efectivo esperado de la inversión disminuya, con lo que se reduce r_d . El resultado conjunto de estos dos efectos, es una disminución en el nivel de la inversión.

³⁸ Ibid., p. 148.

³⁹ Keynes, J. M. (1937a); “The General Theory of Employment”, *The Quarterly Journal of Economics*, febrero, p. 213.

⁴⁰ Ibid., 216.

Los proyectos de inversión se pueden ordenar, según una curva determinada por el orden decreciente de la eficiencia marginal del capital, dicha curva tendrá pendiente negativa debido a que hay una relación inversa entre inversión y eficiencia marginal. Las decisiones de inversión se concretarán hasta el punto en que la eficiencia marginal esperada de los proyectos se iguale a la tasa de interés determinada en el mercado de dinero, la cual a su vez está en función de la preferencia especulativa por la liquidez, dado que en ese punto se establece el límite para el funcionamiento de los activos de capital aplicados en los proyectos de inversión. Esta relación entre el mercado de dinero y la demanda de inversión determina el nivel de inversión en la economía, y con ello el nivel de producto y empleo. Y, dada la propensión marginal a consumir, se determina el nivel de ingreso y, finalmente el ahorro resulta ser una categoría residual respecto del ingreso.

Desde la perspectiva de Keynes, la relación entre el mercado de dinero, y las decisiones de inversión y ahorro, aporta tres aspectos importantes. Primero, esta relación deja ver que en este enfoque se presenta una teoría monetaria de la producción donde el dinero y la actividad económica están interrelacionados, no es una relación dicotómica como en el enfoque neoclásico. Pero al mismo tiempo, esta relación muestra las tensiones y fuentes de inestabilidad económica que resultan de la forma como se vinculan el dinero y la inversión productiva. Esto es así, porque en el mercado de dinero se determina la tasa de interés, que a su vez, determina el nivel de inversión. Pero, ésta tasa depende de la demanda de dinero por motivos especulativos de los inversionistas, sin que esto guarde una relación con el proceso de inversión al cual determina; por tanto, la conducta especulativa, que es característica del mercado de bonos, puede generar efectos negativos sobre la asignación eficiente de los recursos en proyectos de inversión. Esto introduce un factor de desequilibrio e inestabilidad en la actividad económica que no resulta de la imperfección de los mercados, sino de la propia naturaleza monetaria de la producción.

Segundo, aún suponiendo que la tasa de interés determinada en el mercado de dinero fuera favorable para la inversión, ello no asegura una demanda de inversión que permita incrementar el nivel del producto y empleo. Puede darse una modificación desfavorable en las expectativas de las empresas sobre el comportamiento futuro de la economía, lo que podría afectar la eficiencia marginal del capital, de tal manera que imposibilite la realización y/o la concreción de los proyectos de inversión productivos a pesar del favorable nivel de la tasa de interés en el mercado de dinero. Esta incertidumbre en la relación entre el mercado de dinero y la demanda de inversión explica, en parte, las limitaciones que tiene la política monetaria para estimular la inversión mediante un descenso en la tasa de interés monetaria, ya que las variaciones en la oferta monetaria no modifican necesariamente la tasa de interés en la dirección deseada. Sin embargo, aún en el caso de que se logre con éxito esta medida, es probable que ello no llegue a estimular un aumento en el nivel de la inversión; y en consecuencia, del producto y el empleo si ésta tasa estuviese por encima de la eficiencia productiva marginal del capital para los proyectos productivos disponibles, o si ésta última cae precisamente por la percepción negativa de los empresarios sobre la política monetaria que se aplicó.

El tercer aspecto, se refiere al hecho de que en el modelo de Keynes la economía tiene un carácter monetario no dicotómico, y la moneda es considerada como una deuda entre los agentes monetarios con respecto al resto de los agentes no monetarios; lo que explica la existencia de diversas y complejas relaciones entre el ahorro que resulta del ciclo de inversión y la capacidad de financiamiento de dicha inversión por parte del sistema monetario-crediticio institucional. Así, el carácter monetario no dicotómico de la economía hace que el ahorro, como la parte residual del ingreso, que resulta del proceso de inversión y que no forma parte del stock de inventarios, tenga necesariamente forma monetaria. En consecuencia, los agentes económicos deberán decidir cuál parte de esta fracción del ingreso monetario no consumido será canalizado al sistema monetario-crediticio institucional, determinando con esto la parte del ingreso que controla dicho

sistema y que constituye la base para el financiamiento de la inversión. Sin embargo, debe señalarse que este financiamiento no estará determinado por aquella captación, ya que los agentes financieros pueden crear valores y otros títulos de deuda con cierta independencia de esta captación.

Además, si se deduce del total de títulos (de deuda monetaria y no monetaria) existente en el sistema institucional la parte correspondiente a los títulos de deuda monetaria, el saldo será el total de títulos financieros no monetarios que se les denomina generalmente como “ahorro financiero”; pero tampoco éste guarda ninguna relación necesariamente con el ahorro que resulta residualmente del ciclo de inversión. De lo anterior se desprende que, en el análisis de Keynes la relación de causalidad entre ahorro e inversión, así como la vinculación que guardan estas categorías con las de captación y créditos del sistema bancario institucional, se conciben de manera muy distinta a como las concibe el enfoque neoclásico. En efecto, en el enfoque neoclásico el déficit y el superávit en el mercado de fondos prestables son las formas financieras para movilizar el ahorro hacia la inversión, mientras que el mecanismo de la competencia con pleno empleo, asegura que ofertas y demandas se igualen, permitiendo que los mercados se vacíen. Todo esto bajo el supuesto de la neutralidad del dinero, y que no se retienen saldos monetarios para fines distintos a los de transacción y precaución. Cabe señalar que en dicho enfoque, los superávit y déficit financieros no guardan necesariamente una relación con el ahorro y la inversión, debido a que el ahorro no es más que una parte residual del ingreso; además, no contempla que los agentes económicos puedan retener saldos monetarios ociosos debido a conductas especulativas y, que el sistema pueda generar títulos financieros que no correspondan a los bienes y activos creados en la actividad económica.

En cambio, en el enfoque de Keynes, dado que la inversión determina el ahorro, los superávits y déficits monetario-crediticios en el sistema institucional y las relaciones entre ambos, tienen un carácter distinto al que le atribuye la teoría del mercado de fondos prestables del enfoque neoclásico. Esto es, la actividad

productiva explica no sólo la posibilidad de equilibrios por debajo del pleno empleo, sino también deja ver la existencia de factores que pueden generar inestabilidad en el nivel de la actividad económica, que sin embargo, según Keynes, son condiciones normales de funcionamiento de la producción monetaria.

6. Ahorro *ex-ante* y preferencia por la liquidez

En su artículo “Teorías alternativas de la tasa de interés (1937)”⁴¹, Keynes presenta las diferencias entre su teoría de la preferencia por la liquidez y la teoría de los fondos prestables de Ohlin y los economistas suecos como Robertson y Hicks. La teoría de los fondos prestables determina la tasa de interés a partir de la oferta y demanda de crédito. Los aspectos centrales de esta teoría quedan resumidos en la siguiente cita de Ohlin:

*“Resumiendo, (1) independientemente del deseo de la gente de ahorrar e invertir, cualquier tasa de interés es compatible con la igualdad entre ahorro y nueva inversión, ex post. El proceso económico en su totalidad, entre otras cosas el volumen del ingreso nacional, se adapta a sí mismo a las relaciones entre la tasa de interés y otras condiciones económicas; (2) la tasa de interés es el precio del crédito y está gobernada por las curvas de oferta y demanda de la misma forma que los precios de las mercancías; (3) estas curvas de oferta y demanda de crédito están claramente relacionadas a la habilidad y al deseo de la gente de ahorrar e invertir (la cual es afectada por la tasa de interés y el proceso económico en su totalidad. Pero esas curvas están también influenciadas por el deseo de modificar las posesiones de efectivo o de hacer inversiones financieras en viejos activos y por un cambio en la política de crédito del sistema bancario”*⁴²

Como vemos, la teoría de los fondos prestables acepta el argumento de Keynes de que el ahorro y la inversión se igualan *ex-post*, a través de los movimientos del ingreso; sin embargo, esta teoría insiste en vincular *ex-ante* la tasa de interés tanto a aspectos monetarios como al ahorro y la inversión; con lo que se opaca los efectos de la eficiencia marginal del capital y de la preferencia por la liquidez. De ahí que Keynes no acepte dicha teoría, pues se niega la volatilidad de la inversión, generada por el efecto de la incertidumbre sobre la eficiencia marginal del capital.

Finalmente, la posición de Keynes con respecto a la teoría de los fondos prestables quedó claramente expuesta en su artículo “La teoría *ex-ante* de la tasa

⁴¹ Keynes, J. M. (1936b), “Alternative Theories of the Rate of Interest”, *The Economic Journal*, junio.

⁴² Ohlin, B. (1937), “Some Notes on the Stockholm. Theory of Saving and Investment”, parte II, *The Economic Journal*, diciembre p. 427.

de interés” (1937)⁴³. Aquí, Keynes sostiene que el ahorro *ex-ante* no significa la existencia de efectivo, y que es efectivo lo que el inversionista requiere *ex-ante*. De tal forma que, la liquidez debe provenir de un fondo financiero revolvente manejado por especialistas. El factor fundamental de este fondo financiero es la inversión *ex-post*. Pero, Keynes dice, aun cuando la inversión *ex-post* fuera menor que la inversión *ex-ante*, este diferencial no tiene su origen en el ahorro *ex-ante*, sino en la preferencia por la liquidez. El ahorro *ex-ante* solo será determinante si influye en la preferencia por la liquidez.

Si bien Keynes acepta el argumento de Ohlin, que sostiene que la actividad planeada influye sobre la demanda de dinero, mismo que reconoce que no había considerado; Keynes insiste en que la tasa de interés se determina mediante el balance de la oferta y la demanda de los recursos líquidos. Al respecto Keynes argumenta:

*“El mercado de inversión puede verse congestionado debido a la falta de efectivo. Este mercado nunca estará congestionado debido a la falta de ahorro. Esta es mi conclusión más fundamental en este campo”*⁴⁴

De esta forma, para Keynes la tasa de interés refleja el mercado de efectivo y la especulación y la eficiencia marginal del capital refleja la incertidumbre con respecto a los flujos futuros que generará la inversión.

En la *Teoría*, Keynes introduce una noción de tasa de interés neutral; esto es, aquella tasa de interés que es compatible con el pleno empleo. Al respecto Keynes explica lo siguiente:

*“Si existe semejante tasa de interés única e importante, tiene que ser la que podríamos llamar neutral, es decir, la tasa natural en el sentido anterior, que es compatible con la ocupación plena, dados los otros parámetros del sistema; aunque ésta podría ser mejor descrita, quizá, como la tasa óptima”*⁴⁵

Si esta tasa óptima es compatible con el pleno empleo, dice Keynes, entonces, ésta debe ser el objetivo de la política monetaria del banco central; sin embargo, ello no es suficiente para garantizar el pleno empleo, si la eficiencia marginal del

⁴³ Keynes, J. M. (1937c), “The Ex-Ante Theory of the Rate Interest”, *The Economic Journal*, diciembre.

⁴⁴ Ibid., p. 669.

⁴⁵ Keynes, J. M. (1987), op. cit., p. 216.

capital se encuentra en un nivel bajo. Ahora bien, argumenta Keynes, si las acciones del banco central, conjuntamente con las medidas instrumentadas por el gobierno, mantienen la eficiencia marginal del capital y la tasa de interés a niveles adecuados para mantener el pleno empleo; entonces, dado el pleno empleo, la economía se comportará de acuerdo a las reglas clásicas; es decir, a mayor ahorro mayor potencial de crecimiento⁴⁶.

En el largo plazo, si existe una política de corto plazo adecuada, Keynes está de acuerdo en la importancia del ahorro. En otras palabras, Keynes compartiría la noción de una tasa de interés de largo plazo vinculada al pleno empleo, en un modelo donde el ahorro es virtuoso. Esto no es contradictorio con el argumento de Keynes consistente en que en el corto plazo, la tasa de interés de mercado está determinada monetariamente y de que los movimientos en la tasa de interés no igualan al ahorro con la inversión, ya que el ahorro se iguala a la inversión vía movimientos en el ingreso, y estos últimos pueden ser distintos para diversos niveles de empleo. Un factor determinante de la inversión es la eficiencia marginal del capital, y ésta debe ser aceptable, de lo contrario, una política de tasa de interés adecuada resultará insuficiente para mantener el pleno empleo, incluso en el largo plazo. En el largo plazo es necesario suponer como dados tanto las expectativas como la propensión marginal a consumir, para determinar cuál es el nivel óptimo de la tasa de interés que permite el pleno empleo. En este sentido, la teoría clásica se convierte en un caso particular de la *Teoría general*.

Es claro que para Keynes la tasa de interés de largo plazo es la relevante en cuanto a su relación con la eficiencia marginal del capital. De ahí que considere que la baja capacidad de la autoridad monetaria para influir en esta tasa se traduzca en una incapacidad del banco central para influir en la inversión. En consecuencia, Keynes señalaba que un incremento en la oferta monetaria puede no reducir sustancialmente la tasa de interés, si la preferencia por la liquidez

⁴⁶ Ibid., p. 216.

aumenta debido a que los individuos consideran que el nivel de la tasa de interés de largo plazo es poco seguro.

De esta forma, la preferencia por la liquidez especulativa inhibe el efecto expansionista de la política monetaria. Cabe señalar que el concepto de *preferencia por la liquidez* de Keynes es distinto al concepto de *trampa de la liquidez* keynesiano de la síntesis neoclásica. Ésta es un caso extremo, que el mismo Keynes rechaza. Al referirse a este aspecto, Keynes afirmaba:

“..., tan pronto como la tasa de interés ha bajado a cierto nivel, la preferencia por la liquidez puede volverse virtualmente absoluta en el sentido de que casi todos prefieren efectivo a conservar una deuda que da una tasa de interés baja. En este caso la autoridad monetaria habría perdido el control efectivo sobre la tasa de interés; pero aunque este caso extremo puede llegar a tener importancia práctica en el futuro, aun no conozco ningún ejemplo de él.”⁴⁷

Esta conclusión de Keynes es fundamental, pues en una economía en equilibrio, con expectativas adecuadas y con propensión marginal a consumir dadas, existe un solo nivel de tasa de interés que es satisfactorio. En una economía así, un mayor ahorro significa un mayor crecimiento; en cambio, en una economía en desequilibrio una mayor propensión por ahorrar puede tener resultados negativos, debido a que la dinámica proviene de la inversión y no del ahorro.

En el análisis de Keynes el equilibrio con subempleo puede generarse por la presencia de cuatro factores: a) La realización de transacciones a precios falsos (no existe el arbitrajista o subastador), debido a que la información es imperfecta. Lo que amplifica el desequilibrio inicial por efecto del multiplicador; b) El carácter inelástico de las expectativas sobre las utilidades futuras de las empresas, debido a la información imperfecta y a la incertidumbre. De tal forma que, el ajuste en los precios relativos de los factores productivos no logra reactivar la inversión; c) La incertidumbre respecto al futuro, provoca que una parte considerable del ahorro se mantenga en forma de dinero, con lo que la demanda agregada se reducirá; y d) El hecho de que algunos bienes, como los activos de capital, sean menos líquidos que otros, debido a que son más elásticos a la tasa de interés, por lo que las

⁴⁷ Ibid., p. 185.

variaciones de ésta en el corto plazo pueden generar pérdidas de capital. Como cada uno de estos factores, por sí sólo, puede conducir, según Keynes, al equilibrio con subempleo, es necesaria la intervención reguladora de la política monetaria y fiscal.

Esto explica que en su análisis Keynes haga énfasis en el papel que desempeña el sistema financiero en la evolución de la economía; de ahí que se plantee la necesidad de encontrar la mejor combinación entre la eficiencia macroeconómica de los agentes financieros y el incremento de la masa de dinero disponible para financiar inversiones a largo plazo, conjuntamente con la adopción de medidas regulatorias en los mercados financieros, que anticipen y controlen los factores de inestabilidad e incertidumbre.

7. La política monetaria y el mecanismo de transmisión

La visión que Keynes tenía sobre la determinación de los precios en una economía capitalista, se vio reflejada en los señalamientos que él hace en materia de política económica para enfrentar una depresión. A diferencia de lo que Hicks suponía, para Keynes, que niega la neutralidad del dinero, era importante el uso de la política monetaria para influir sobre la tasa de interés, y de ahí sobre la inversión, la producción y el empleo en el largo plazo.

En el capítulo 21, *La teoría de los precios*, queda claro que Keynes no tenía duda sobre la relación que guarda M y el volumen monetario de la demanda agregada:

“El efecto primero de un cambio en la cantidad de dinero sobre el volumen de la demanda efectiva se ejerce a través de su influencia sobre la tasa de interés. Si ésta fuese la única reacción, el efecto cuantitativo podría derivarse de tres elementos : a) la curva de la preferencia por la liquidez, que nos indica en qué cuantía tendrá que bajar la tasa de interés para que el nuevo dinero pueda ser absorbido por poseedores inclinados a recibirlo ; b) la curva de las eficiencias marginales, que nos dice en cuánto aumentará la inversión a consecuencia de una baja dada en la tasa de interés, y c) el multiplicador de inversión, que nos ilustra sobre cuánto subirá la demanda efectiva, en conjunto, con un aumento dado en la inversión”⁴⁸.

⁴⁸ Keynes, J. M. (1987), op. cit., p. 265.

El enfoque prekeynesiano, con base en la teoría cuantitativa, sostiene que un aumento en la cantidad de dinero no tendrá el menor efecto sobre los precios mientras exista desocupación. Además, afirmaba que la ocupación subiría en la misma proporción que el aumento en la cantidad de dinero; en tanto que los salarios y los precios crecerían en la misma proporción que el aumento de la demanda efectiva (generado por la expansión previa de la oferta monetaria), hasta que se alcanzara la ocupación plena.

Siguiendo a Keynes, si la oferta agregada es perfectamente elástica en tanto haya desocupación, y perfectamente inelástica una vez que se alcanza la plena ocupación, y además la demanda efectiva cambia en la misma proporción que la cantidad de dinero; se puede afirmar que, mientras haya desocupación, el nivel de ocupación cambiará proporcionalmente a la cantidad de dinero, y cuando se alcance la plena ocupación, los precios variarán en la misma proporción que la cantidad de dinero⁴⁹. En consecuencia, para que se cumpla la teoría cuantitativa es necesario que se cumplan dos condiciones: i) que la elasticidad de la oferta sea cero cuando se logra la plena ocupación; y ii) que el incremento en la demanda efectiva sea proporcional al incremento en la cantidad de dinero. Sin embargo, Keynes sostiene que la cantidad de dinero no necesariamente eleva los precios en la misma proporción, y que los precios relativos normalmente se modifican cuando el nivel de precios cambia. Por tanto, el efecto de un aumento en la cantidad de dinero sobre los precios, dado un volumen de factores en el corto plazo, depende del efecto que ese aumento en la cantidad de dinero provoque sobre la demanda efectiva, por una parte; y del efecto que la demanda efectiva provoque en el nivel de ocupación (y en los costos), por la otra.

Esto es así porque, según Keynes, la oferta de bienes presenta una elasticidad positiva y los incrementos en la demanda efectiva no necesariamente son proporcionales al aumento en la cantidad de dinero. Respecto a la oferta de bienes, Keynes afirma que mientras los salarios monetarios sean rígidos a la baja,

⁴⁹ Ibid., p. 263.

y haya desempleo involuntario, la elasticidad de la oferta será positiva; esto es, perfectamente elástica. Por tanto, un aumento en la cantidad de dinero genera una mayor demanda de bienes, lo que inducirá un incremento en el nivel de empleo.

Veamos como se da este mecanismo. En primer lugar, el aumento en el nivel de empleo, dado un volumen fijo de capital, producirá rendimientos decrecientes⁵⁰, lo que presionará al alza el nivel de precios, pues el salario no podrá ser mayor a la productividad marginal del trabajo (si así fuera, no se contratará más trabajo). Pero, dado que la producción real aumentará, el aumento en los precios será menor que proporcional al incremento en la cantidad de dinero. En segundo lugar, los precios también aumentarán debido a los distintos grados de ocupación en las diversas actividades productivas; de tal forma que, aún cuando haya recursos desempleados, es probable que algunas ramas productivas alcancen el pleno empleo antes que otras, lo que generará “cuellos de botella” para la producción global. En consecuencia, algunos precios subirán más que otros, lo que provocando una redistribución de la demanda efectiva⁵¹. Por último, es posible que los precios suban si los salarios monetarios de algunas ramas productivas alcanzan el pleno empleo antes que otras. En este sentido, al elevarse el nivel de ocupación (y con ello, la tasa de ganancia sobre un monto fijo de capital), el poder de negociación de los trabajadores frente a los empresarios se fortalece, lo que permitirá que en las ramas con mayor nivel de utilidad se otorguen incrementos salariales limitados, pues aún habrá trabajadores desocupados que aceptarán el salario anterior.

Así, un aumento en la demanda provocada por un aumento en la cantidad de dinero, no elevará todos los precios en la misma proporción. La elevación de los precios relativos dependerá del mecanismo y cuantía en que se modifiquen los costos, y éstos pueden elevarse, como ya vimos, debido a: a) la aparición de

⁵⁰ Cabe señalar que dicha argumentación fue cuestionada por Kalecki. Al respecto ver Kalecki, M. (1990), “Business Cycles and Full Employment”, en *Collected Works of Michel Kalecki*, Edited by Jerzy Osiatynski, Clarendon Press, Oxford.

⁵¹ Mántey (1994), op. cit., p. 76.

rendimientos decrecientes de la nueva mano de obra contratada; b) la elevación gradual en el valor nominal de los salarios, a consecuencia de la contratación paulatina de nuevos trabajadores; y c) a la generación de “cuellos de botella” en aquellas ramas que primero alcancen el pleno empleo.

Con respecto a la relación que guarda la demanda efectiva y las variaciones en la cantidad de dinero, Keynes sostiene que el incremento en aquélla no tiene porque ser proporcional al aumento en la cantidad de dinero, ya que las variaciones en la demanda efectiva dependen: i) de la preferencia por la liquidez, que determina qué parte del nuevo dinero los individuos desean mantener en forma de saldos líquidos; ii) del efecto que la oferta y demanda de dinero provoque en la tasa de interés; y iii) del efecto que la tasa de interés tenga en el nivel de inversión, pues ésta, mediante el proceso multiplicador, determina la demanda efectiva.

En síntesis, en el corto plazo, con un volumen fijo de capital, con salarios monetarios rígidos a la baja, con una determinada preferencia por la liquidez, y con expectativas de ganancias dadas; un aumento en la cantidad de dinero no elevarán necesariamente en la misma proporción ni la demanda efectiva ni el nivel de precios⁵². En el periodo de ajuste, se elevará algunos precios más que otros, aumentando los precios relativos, el empleo y la producción; lo mismo sucederá con el nivel general de precios y el ingreso real.

Con lo anterior, Keynes demuestra no sólo que la cantidad de dinero sí influye en la determinación de los precios relativos, sino también en el ingreso y en la demanda efectiva. Invalidando así la dicotomía entre la teoría del valor y la teoría monetaria sostenida por la escuela neoclásica, que sostiene que la cantidad de dinero no influye en la formación de los precios relativos, de donde deducen el

⁵² Cabe recordar que para los neoclásicos prekeynesianos la tasa de interés estaba determinada por el ahorro y la inversión, y era independiente de la cantidad de dinero. En otras palabras, estaba determinada por factores reales (tales como la productividad del capital y la frugalidad de los ahorradores) que influyen sobre la demanda y oferta de fondos prestable. Así, dada una productividad del capital, la demanda de fondos para inversión es función de la tasa de interés del mercado.

carácter neutral del dinero sobre las variables reales de la economía (ingreso, empleo, precios relativos, tasa de interés, etc.).

Con esta crítica, Keynes plantea la posibilidad de utilizar la política monetaria para orientar el crecimiento económico, en la medida que la tasa de interés está determinada por la preferencia por la liquidez y por la oferta monetaria, el banco central, al determinar la oferta de dinero, podría influir sobre la tasa de interés y, por tanto, sobre la inversión, el empleo y el ingreso⁵³.

⁵³ Si bien en el corto plazo Keynes acepta que la oferta de dinero es exógena, en el largo plazo él supone que dicha oferta es endógena, ya que cuando la autoridad monetaria se resiste a aumentar la cantidad de dinero, los individuos modifican sus patrones monetarios e inventan sustitutos del dinero. Situación que se refuerza como consecuencia de la inflexibilidad de los precios a la baja. Además, en el largo plazo, para Keynes la relación entre ingreso nacional y la cantidad de dinero dependerá de la preferencia por la liquidez; en tanto que el nivel de precios dependerá de las variaciones en los salarios (costos), los que a su vez están determinados por las variaciones en la eficiencia marginal del capital. Ver Keynes, (1987), op. cit., pp. 274-275.

CAPÍTULO VI

DINERO ENDÓGENO Y SISTEMA BANCARIO EL ENFOQUE POSTKEYNESIANO

El surgimiento de paradigmas analíticos alternativos a la Síntesis Neoclásica es una de las características más sobresalientes del pensamiento económico de las últimas tres décadas. Entre los múltiples desarrollos con esta orientación destacan la economía postkeynesiana, el neorricardismo, el neoestructuralismo latinoamericano, algunas revisiones contemporáneas de la economía marxista y la “nueva economía clásica”. La primera de ellas, la economía poskeynesiana, en la práctica agrupa a un conjunto de estudiosos muy heterogéneos, pero que tienen en común el principio de la demanda efectiva como punto de partida de sus análisis. Ubicados en este marco analítico, todos estos estudiosos intentan rescatar y desarrollar los elementos analíticos aportados por Keynes y Kalecki, mismos que fueron omitidos en el análisis de la Síntesis Neoclásica. Desde este punto de vista, pareciera inadecuado hablar de una “escuela” y probablemente el calificativo de “escuela poskeynesiana” no haga justicia a la diversidad de perspectivas teóricas que se agrupan bajo esta denominación; no obstante consideramos que su uso nos permite agrupar elementos comunes presentes en los distintos aportes que se inscriben en una lógica de desarrollo teórico que se ha constituido, como un todo, en una opción al análisis micro y macroeconómico convencional.

Bajo esta perspectiva¹, en este capítulo se revisarán las contribuciones poskeynesianas al análisis del dinero y del sistema financiero. La definición del dinero considerado como un concepto abstracto condujo a una visión estrecha y estéril que poco aportó a la discusión sobre aspectos monetarios. El dinero es un fenómeno social, con una evolución histórica marcada por los hábitos y costumbres, y por las crisis y decisiones de las autoridades monetarias.

1. Evolución histórica del dinero

Es muy común definir al dinero como aquello que tenga una aceptación general como medio de intercambio y de pago. Históricamente se utilizaron una gran variedad de activos reales como dinero (sal, pieles, granos, etc.), hasta que los metales preciosos por sus características de durabilidad, divisibilidad, maleabilidad y fácil transportación, fueron sustituyendo a las otras mercancías en la mayoría de los países. Ello condujo a que se identificara al dinero mercancía con los metales preciosos; esto es, con la mercancía de larga durabilidad y reproducible bajo rendimientos decrecientes. De ahí que la función de oferta de dinero podía ser considerada casi vertical tanto a largo como a corto plazo².

Si embargo, los metales preciosos presentaban una desventaja al no poderse verificar fácilmente su valor; obligando así a que se diera la acuñación de monedas como una medida para garantizar el peso y la ley de los contenidos metálicos. Pero la constante amenaza de adulteración y acaparamiento (que quedó plasmada en la Ley de Gresham, en 1811)³ hacía difícil conservar dinero “constante y sonante” (dinero duro) en monedas en circulación⁴. Problema que se enfrenta mediante la expedición de dinero de curso legal por parte de los bancos centrales; reemplazando definitivamente al dinero constante y sonante por papel de difícil falsificación. Con ello se abrió la posibilidad de que la autoridad monetaria expidiera billetes para los cuales sólo se contaba con un respaldo parcial, o incluso se careciera de éste; y no obstante mantuviera su valor debido a que está legalmente respaldado por el gobierno, lo que le

¹ En dicho enfoque estamos considerando las aportaciones teórica de Kalecki, Kaldor, Clower, P. Davidson, A. Leijonhufvud, Steindl, y en general todos aquellos estudios que parten del principio analítico de la demanda efectiva.

² Cabe recordar que cuando Keynes decía que una de las propiedades esenciales del dinero era su elasticidad de producción y sustitución cercana a cero, él se refería al dinero mercancía. Por su parte, los neoclásicos recurren en algunas ocasiones al concepto de *numerario* para referirse al dinero, lo que significa que cualquier mercancía podía desempeñar esta función. En este caso, la función de oferta de dinero podía ser casi vertical en el corto plazo, pero casi horizontal en el largo plazo, y en consecuencia, el nivel de precios a largo plazo quedaría determinada por el costo de reproducción de la mercancía *numeraria*. Ver Moore, B. (1994). “Diferencias entre el dinero mercancía, el de curso legal y el crediticio”, en *Investigación Económica*, Vol. I, núm. 210, Facultad de Economía-UNAM, México, p. 101.

³ Para una mayor referencia a esta Ley, ver Harrod, R. (1972). *El Dinero*, Ed. Ariel, Barcelona, España, pp. 17-19.

⁴ *Ibid.*, pp. 18- 21.

permitía cumplir las funciones de saldar deudas, realizar transacciones y pagar impuestos.

Durante el siglo XVIII circularon por toda Inglaterra billetes del Banco de Inglaterra, así como billetes emitidos por un cierto grupo de bancos privados que pertenecían a individuos y/o a sociedades, ya que las compañías comerciales no estaban autorizadas para hacer negocios bancarios⁵. Con el tiempo, el Banco de Inglaterra llegó a tener un monopolio parcial en la emisión de billetes en Inglaterra, pues si bien no era el único banco con derecho de emisión, si era el único autorizado⁶. En la práctica, circulaban los billetes del Banco y los billetes de un gran número de bancos pequeños y poco capitalizados. En 1826 se concede el derecho de emisión a los bancos organizados como sociedades anónimas, al mismo tiempo que se autorizaba al Banco de Inglaterra para abrir sucursales fuera de Londres.

La aceptación del crédito o préstamos bancarios no fue fácil. Al principio la escuela monetaria no consideraba a los préstamos bancarios como dinero, ya que sostenía que si el sistema bancario operaba con reglas que le obligaran a mantener una relación fija entre la oferta de papel comercial y la base oro externa, era probable que la reserva nominal de papel moneda en circulación se determinara por factores exógenos. En todo caso, no era el valor intrínseco del oro lo que determinaba su valor de intercambio, sino su cantidad limitada en relación con su demanda⁷. En este marco analítico definido por la teoría cuantitativa del dinero, la inflación fue considerada como un fenómeno monetario provocado por la sobreemisión de papel comercial, originada por la necesidad de financiar a los gobiernos; como solía suceder en los tiempos de guerra o por la flexibilidad de los bancos centrales para extender el crédito en demasía⁸.

⁵ De hecho, la fundación del Banco de Inglaterra en 1694, por hombres de alta reputación, tuvo como propósito prestar dinero a Guillermo III, ya que los Estuardos, que le precedieron en esta función, adquirieron mala fama en sus relaciones monetarias.

⁶ Los bancos de Escocia no estaban sujetos a esta limitación. Podríamos decir que la historia de la banca escocesa es de casi completa libertad bancaria hasta 1844.

⁷ Hicks, J. (1989). Dinero, interés y salarios, Editorial Fondo de Cultura Económica, México, p. 131.

⁸ Las primeras colonias estadounidenses emitieron grandes cantidades de papel moneda sin respaldo, el cual con el tiempo adquiriría poco valor. Al respecto, debe recordarse que Inglaterra entró en desacuerdo con las prácticas monetarias de las colonias, y en 1751 prohibió en Nueva Inglaterra la emisión de nuevo papel moneda; para 1764 hace extensiva esta prohibición al resto de sus colonias. Asimismo, la Revolución de Estados Unidos fue financiada con papel moneda que emitieron los Estados y el Congreso Continental, a lo que le siguió una hiperinflación que

Entonces, si el dinero es metálico o legal es posible considerar su oferta como significativamente independiente de su demanda. Las principales fluctuaciones de su oferta pueden venir de factores exógenos⁹ como, por ejemplo, el descubrimiento de nuevos yacimientos mineros de oro, o de los excedentes en la balanza de pagos.

Sin embargo, con el desarrollo de los bancos aparecen y se incrementan los sustitutos del dinero a partir del dinero metálico, fortaleciendo y consolidando su presencia en la economía. Presencia que queda de manifiesto en el momento en que los banqueros cierran una transacción mediante su promesa de pago¹⁰. A finales del siglo XIX, el dinero metálico primario era de uso general, aunque sobre su base se había consolidado una estructura sólida de depósitos bancarios. Las monedas nacionales de los países mantenían su convertibilidad en términos de paridades más o menos fijas con el dinero metálico, en el marco del patrón oro.

obligó a incluir estrictas medidas monetarias regulatorias en la Constitución, que prohibió tanto a los Estados Unidos como a los gobiernos federales y estatales la emisión de papel moneda sin respaldo. Sólo el gobierno federal estaba autorizado para acuñar monedas.

Los altos gastos causados por la Guerra Civil obligaron nuevamente al gobierno de los Estados Unidos a financiarse mediante la impresión de los “billetes verdes” sin respaldo en el norte del país y con billetes de la Confederación en el sur. Con la caída de la Confederación, el papel moneda perdió todo su valor y el billete verde del norte se vio fuertemente cuestionado en la corte. En 1871 se le declaró constitucionalmente legal, y en 1879 se le declara redimible por oro a precio fijo de 20.67 dólares por onza, equivalente a la cantidad de monedas de oro estadounidense. Además, se emitieron certificados de oro que estaban respaldados y eran redimibles por oro. Cabe recordar que durante la Gran Depresión se terminó con el respaldo en oro de la moneda estadounidense. Véase Harrod, R. (1972), op. cit., pp. 26-47.

⁹ Al respecto Hume utilizaba el ejemplo histórico del flujo interno de oro y plata de las posesiones españolas en América entre 1550 y 1600, para explicar el incremento en el nivel de precios primero en España y después en Francia durante ese periodo. Si bien para Hume la cantidad de dinero como tal carece de importancia para la riqueza; no obstante acepta que un incremento en la cantidad de dinero, al principio ejerce un efecto estimulante durante el periodo de adaptación relativamente largo, hasta que el aumento en la reserva de dinero se ve totalmente absorbida por los precios más altos. Por ello, Hume consideraba que los individuos debían aumentar su destreza antes de que el incremento en precios se trasladara al precio de la mano de obra. Como se observa, Hume admite un posible efecto sobre el producto y sobre las tasas de interés (Ver Capítulo I, p. 19). Independientemente de cómo se dividan los efectos entre estas dos variables, es claro que se acepta que el flujo de oro en Europa en el siglo XVI fue la causa del incremento en el valor nominal del producto total en Europa. En este caso, no cabe duda de que la oferta de dinero es independiente y exógena. En cambio, para un país en particular, los excedentes o déficit en la balanza de pagos pueden considerarse como cambios endógenos generados por el dinero-mercancía. De ahí que los mercantilistas tenían razón cuando recomendaban poner controles a la emisión de dinero mercancía (oro), ya que a medida que aumentaban las reservas de dinero se elevaba la demanda agregada de bienes y servicios.

¹⁰ Hicks, J. (1989), op. cit., p. 249.

A principios del siglo XX, la discusión en los círculos de economistas giró en torno a si debía considerarse como dinero el papel comercial y/o las cuentas de cheques. También se discutía si los depósitos bancarios aumentaban la velocidad del dinero base, o si incrementaba la base monetaria, pues aquéllos podían ser un sustituto del dinero. Esta discusión se vio estimulada por los sucesos que se dieron a finales del siglo XIX en Estados Unidos: emisión de billetes verdes sin conversión durante la Guerra Civil, su cambio por oro en 1879, la desmonetización de la plata, el atractivo que ofrecía el bimetalismo¹¹, y la creciente importancia de los bancos.

Al considerar Fisher que era probable que los depósitos bancarios incrementarían la base monetaria, los economistas se vieron obligados a poner más atención en la estructura y operatividad del sistema bancario. Sin embargo, muchos economistas nunca aceptaron que el papel comercial y los depósitos fueran dinero. Esta controversia dio paso a otra, la referente a los mecanismos de regulación de la oferta de dinero, que se centró en el *principio de convertibilidad* (la fijación del precio monetario legal de algunas mercancías, como el oro, o un grupo de mercancías) y en el *principio de la cantidad* (la fijación de la tasa de crecimiento de algún agregado monetario). Se argumentó que la evidencia empírica mostraba un movimiento gradual de la oferta de dinero que se aleja de la convertibilidad y la cantidad¹², para acercarse a algo que se le ha denominado “*principio regulador de los valores momento*”, o regímenes monetarios “*patrón monetario de caminata aleatoria*”, ya que se sostiene que la incertidumbre asociada con todo nivel de precios crece exponencialmente según se aleje del momento presente¹³.

La regulación de la oferta de dinero es muy compleja. Los cambios que se han venido dando durante las últimas cinco décadas, y en particular en las últimas tres en los

¹¹ Podría decirse que la desmonetización de la plata se da con la adopción del patrón oro en la India, aproximadamente en 1900. Desde este año y hasta 1914, la oferta de oro a nivel mundial fue, sino abundante, sí adecuada. A partir de dicha fecha, esta oferta empieza a contraerse. Véase Harrod, R., (1972). op. cit., pp. 36-37.

¹² Según B. Moore, establecer el precio de la oferta de la liquidez por parte de los bancos centrales puede considerarse como una extensión del principio de convertibilidad al precio del crédito. Ver Moore, B. (1994), op. cit., p. 99.

sistemas de pagos nacionales e internacional son tan radicales como lo fueron en su momento la introducción de las cuentas de cheques en el siglo XIX, pues se han generado los mismos problemas para definir el dinero. La revolución tecno-científica ha permitido al sistema financiero mover en segundos grandes volúmenes de dinero “virtual” en tiempo real en cualquier parte del mundo¹⁴. El dinero crediticio en su calidad de reserva finita se vuelve muy complejo de definir. En la actualidad, la mayoría de las economías cuenta con un sistema financiero (en constante perfeccionamiento) de transferencias electrónicas de fondos mediante el cual una red de computadoras en todo el país registra electrónicamente las transacciones y transfiere los fondos simultáneamente. Un sistema bancario con estas características no requiere de moneda física, lo que significa que el dinero como almacén de valor, (independiente de activos) aceptable para saldar acuerdos comerciales contractuales tenderá a desaparecer.

Así, la revolución tecnológica en el sistema financiero que agiliza las operaciones y facilita la contabilidad bancaria, también obstaculiza el control monetario basado en el principio cuantitativo. Sólo queda el principio de convertibilidad, pero la mercancía cuyo precio queda fijo es el crédito; en consecuencia, los bancos centrales deben establecer su precio de oferta de liquidez (tasa de interés bancaria) que corresponda con el nivel deseado de demanda agregada.

En Estados Unidos la definición de dinero, M1 (efectivo y cuentas bancarias de cheques), se amplió a partir de 1980 para incluir depósitos con cheques en instituciones financieras diferentes a los bancos comerciales. Al respecto Basil Moore plantea las siguientes interrogantes: ¿pero qué sucede con las medidas para los sobregiros de créditos? En promedio, los ciudadanos estadounidenses poseen 7.5 tarjetas de crédito, y apenas se inicia la revolución plástica. ¿Cómo se va a medir la cantidad de dinero de las tarjetas de crédito?, ¿cómo –se va a medir- el límite del crédito máximo agregado que puede colocarse? Se antoja desmesuradamente elevado, ya que pocos podrían, o

¹³ Para Leijonhufvud la capacidad para predecir y defenderse de la inflación se ha vuelto tan importante para las empresas como lo es la eficiencia y competitividad en la producción y distribución de bienes y servicios. Ver Leijonhufvud, Axel. “Keynes and the Effectiveness of Monetary Policy, *Western Economic Journal*, marzo, 1968.

¹⁴ Castells, M. (2001). *La era de la información. La sociedad red*, Siglo XXI, Vol. I, p. 121.

por prudencia pocos usarían el crédito de sus tarjetas hasta el tope simultáneamente. ¿Cómo medir de inmediato, la cantidad de fondos disponibles que tendrían que ser liquidados para pagar las facturas de las tarjetas de crédito? Lo anterior no toma en cuenta la operación a que se recurre frecuentemente, que consiste en pagar los balances de las tarjetas de crédito posteriormente; esto es, con ingresos futuros. De tal forma que, el crédito tiene necesariamente una dimensión de flujo y una dimensión de reserva¹⁵.

2. Sistema bancario y dinero endógeno

A principio del siglo XIX, uno de los temas centrales en la ciencia económica lo constituyó la controversia entre la escuela monetaria y la escuela bancaria¹⁶. La escuela monetaria consideraba a la oferta de dinero como una variable exógena, esto es, controlada por la autoridad monetaria, en tanto que la escuela bancaria afirmaba que era totalmente endógena. Este es precisamente el origen de la controversia teórica contemporánea entre la escuela monetaria neoclásica y la escuela postkeynesiana, que se resume en las siguientes interrogantes: ¿la oferta monetaria es exógena o endógena? En otras palabras, ¿puede el banco central regularla y controlarla, o por el contrario, está determinada por la demanda de los individuos?

2.1. La escuela monetarista y el dinero exógeno

En la formulación original de la teoría cuantitativa del dinero era fundamental la consideración del dinero como una variable causal, concepción que fue adoptada por la escuela monetarista¹⁷ de principios del siglo XIX, y que sigue presente en el análisis monetarista actual. En efecto, el resurgimiento del enfoque monetarista hacia mediados de la década de los cincuenta, como una aportación del análisis macroeconómico de la escuela neoclásica, en sí carece de una teoría general sólida que lo sustente. Aunque

¹⁵ Moore, B. (1994), op. cit., p. 100.

¹⁶ Ver Capítulo II de este trabajo.

¹⁷ Quizás este fue el primer intento por lograr que la oferta de dinero crediticio se comportará como dinero mercancía. Los principales representantes de esta escuela fueron: L. Overstone, W. Norman y R. Torrens.

su análisis abarca varios aspectos macroeconómicos, su importancia analítica, fuertemente cuestionada, se centra en el análisis de la oferta monetaria. Su recurso analítico central sigue siendo la teoría cuantitativa del dinero, según la cual los cambios en la masa monetaria constituyen la variable determinante de los cambios en el ingreso monetario. Este enfoque considera que el comportamiento de la economía (inversión, empleo, producción) está determinado sólo por variables reales, como la tasa de interés, la oferta de trabajo, el avance tecnológico, etc., en tanto que el dinero sólo afecta a las variables en términos nominales; por tanto, el dinero es neutral.

En este marco analítico, la inflación está determinada por el incremento en la oferta monetaria nominal; esto es, un exceso en la oferta monetaria por encima de la oferta que garantiza una demanda de dinero a precios estables¹⁸. Así, la inflación es provocada por una demanda de dinero que no corresponde al nivel del producto real; de ahí que se recomiende reducir el crecimiento de la masa monetaria para inducir una caída en los precios. Este razonamiento ha conducido a afirmar que el mercado de dinero tiene un mecanismo de oferta y demanda independiente, que permite al banco central controlar y determinar la cantidad de circulante. Ello significa que la autoridad monetaria es capaz de controlar la oferta nominal y la cantidad real de circulante que demandan los individuos, dado un nivel de producto. Y, en consecuencia, se sostiene que existen una relación estable entre la demanda de dinero y el nivel de ingreso real; y en todo caso, las fluctuaciones en esta relación son atribuibles a factores tales como las innovaciones financieras, cambios institucionales, avances tecnológicos, etc.

Como vemos, el enfoque monetarista moderno se sigue sustentando en la teoría cuantitativa del dinero que afirma que el valor del dinero, como el de cualquier otro bien, varía en proporción inversa a su cantidad. Si bien esta afirmación es elemental, no obstante implica un supuesto trascendental para el análisis económico, que es la existencia de una función de oferta de dinero independiente; es decir, exógena. En otras palabras, independiente de la demanda de dinero; y por tanto, de la demanda agregada. Esto indica que el enfoque monetarista deja de lado que el dinero ha pasado

¹⁸ Tasa garantizada por el crecimiento del producto real.

por un proceso histórico de transformaciones, que introdujo cambios radicales en el dinero mercancía: dando paso primero al dinero “constante y sonante” (dinero duro), y posteriormente al dinero de curso legal (dinero suave) que ha venido coexistiendo con los activos financieros (dinero bancario). Cuando el oro (y/o la plata) servía como dinero, o cuando la masa de dinero estaba limitada por la deuda legal del gobierno era posible distinguir una oferta monetaria independiente de la demanda de dinero; es decir, era posible aceptar la existencia de una reserva exógena finita de activos monetarios en la economía; y en consecuencia, era probable que los precios se ajustaran a esta reserva exógena¹⁹

2.2. La escuela bancaria y el dinero endógeno

La escuela bancaria, representada por Took y John Stuart Mill, afirmaba que la oferta monetaria era totalmente endógena; esto es, se sostenía que la oferta de dinero estaba determinada por la demanda de dinero de los individuos; de ahí que se considera al dinero como efecto y no como una causa. Según estos economistas la cantidad de dinero bancario reaccionaba pasivamente a los cambios en la demanda de crédito bancario y, por ende, no era posible regular de manera eficiente la cantidad de préstamos que los bancos otorgaban. Pero se consideraba que si se aplicaba el *principio bancario*, dicha regulación no era necesaria, ya que se afirmaba que a medida que la convertibilidad se asegurara, cualquier exceso en los préstamos bancarios automáticamente se corregiría. En otras palabras, el otorgamiento excesivo de préstamos o la captación excesiva de depósitos bancarios conducirían necesariamente a su conversión en dinero metálico; obligando así a los bancos a restringir sus préstamos.

Cabe señalar que para la escuela bancaria era fundamental que los bancos actuarán con prudencia, lo que significaba aplicar el mencionado *principio bancario* que

¹⁹ Debe mencionarse que, aún en el caso del dinero duro (dinero mercancía, oro) se reconoció que inicialmente había una retroalimentación negativa; de tal forma que se aceptaba que la oferta de dinero dependía en cierta medida de la demanda de dinero. Así, en el caso de que los agentes económicos desearan más oro, el valor de éste se elevaría en relación con el valor de los otros bienes; y en consecuencia, los precios de éstos últimos descenderían en términos del oro.

establecía que los bancos sólo debían otorgar créditos para los bienes en proceso de producción o en tránsito, asegurando con ello que dichos créditos se liquidarán a sí mismos. Bajo este razonamiento, los pagarés bancarios y los depósitos que entraban en circulación como resultado de los préstamos bancarios tenderían a salir de la circulación a medida que se fueran liquidando. Se suponía que si sólo se satisfacía la demanda crediticia para financiar la actividad productiva de las empresas, los préstamos otorgados por los bancos o por el banco central no causarían inflación²⁰. A pesar de esta afirmación errónea, se sostuvo la idea de que el banco central no podía controlar la oferta de dinero, ya que según la escuela bancaria, se trataba de una variable determinada por la demanda, esto es, por las decisiones de los individuos.

2.3. Dinero bancario y dinero mercancía

A principios del siglo XX, la mayoría de los economistas aceptaba que el oro era el dinero, pero también coincidían en aceptar a los depósitos bancarios como sustitutos del dinero, lo cual permitió que sobre la base del oro se expandiera el nivel del producto. En esta visión subyace que la teoría cuantitativa seguía vigente, ya que la expansión del producto nominal estaría determinada por la oferta exógena del oro. Todo parecía indicar que las fluctuaciones en la base del oro determinarían las variaciones en el nivel del producto nominal dentro de ciertos límites superiores e inferiores, según las variaciones en las reservas de oro determinadas exógenamente. Sin embargo, hacia 1914 el oro ya estaba saliendo de la circulación privada para convertirse en dinero especializado, es decir, para convertirse en el activo que usarían los bancos para liquidar cuentas entre sí, y para saldar las operaciones internacionales, pero que fuera del sistema bancario, su utilización era ya mínima. Paralelamente, los economistas fueron considerando al dinero bancario como “el dinero”, y en tanto se sostenía la validez de la teoría cuantitativa, los principios de ésta fueron aplicados al dinero crediticio o bancario.

²⁰ Para mayor detalle ver Capítulo II de este trabajo.

En la medida que el dinero mercancía o de curso legal es un activo para su poseedor sólo representa algo material, es decir, no representa un reclamo financiero. En consecuencia, la cantidad de dinero de curso legal en circulación no guarda ninguna relación con el volumen de crédito en circulación; en otras palabras, cuando se da una variación en la cantidad de dinero de curso legal en circulación, no se verifican variaciones equivalentes en las reservas de activos y pasivos financieros. La creación de dinero mercancía no guarda ninguna relación con el ahorro y la inversión, con la oferta de depósitos y la demanda de préstamos. Generalmente, su oferta no es muy sensible a los cambios en su demanda. El dinero mercancía no paga interés; por tanto no conlleva un riesgo de precio, que el dinero bancario si lleva consigo. El primero representa poder de compra inmediato, es perfectamente líquido; en cambio el dinero bancario al mismo tiempo representa un activo para su poseedor y un pasivo para la institución bancaria emisora, que conlleva un riesgo, la tasa de interés.

Si la oferta monetaria estuviese constituida sólo por dinero mercancía o de curso legal (esto es, por la base monetaria), entonces ésta sería independiente. En otras palabras, existe una reserva finita de activos monetarios que, generalmente son aceptados como medio de pago. Si se demuestra que los cambios en esta oferta son independientes de su demanda, podemos decir que dicha oferta de reservas de dinero mercancía es exógena. Pero, en el caso de la oferta de dinero bancario o de crédito bancario este carácter exógeno no es muy claro, pues su oferta depende de los parámetros de la oferta de crédito que los bancos establezcan, la cual a su vez está determinada por su demanda. Si bien la oferta de dinero crediticio bancario puede verse afectada por los cambios en la política del banco central, es evidente que, independientemente de cualquiera que sea la política monetaria que esta autoridad adopte (la cual se reflejará en el nivel de las tasas de préstamos del banco central al sistema financiero), la oferta de dinero bancario estará totalmente determinada por la demanda de crédito de los solicitantes.

El dinero crediticio es el pasivo de la institución financiera emisora, cuyo respaldo depende del cumplimiento del solicitante del préstamo. El dinero bancario,

generalmente no requiere poseer todas las características del dinero de curso legal. Puede tener un riesgo crediticio alto, pagar una tasa de interés, ser un capital incierto, y puede no representar un poder crediticio inmediato; pero la característica más importante es que su oferta es altamente sensible a su demanda debido a que los cambios en la demanda de dinero se traducen en cambios en la demanda de crédito. En consecuencia, es muy probable que una oferta excesiva de dinero bancario se reduzca cuando el crédito bancario sea pagado²¹. De ahí que, el dinero crediticio adquiera las características de otros activos financieros, que hacen difícil distinguirlo entre activos monetarios y no monetarios.

Este razonamiento de B. Moore, siguiendo las aportaciones de Kaldor, se basa en el reconocimiento de que la oferta de crédito; y por tanto, la oferta de dinero, está determinada por los cambios en la demanda de crédito y de dinero. En efecto, Kaldor afirmaba que la creación de dinero crediticio no se rige por las mismas reglas que normaban la producción de dinero mercancía. Por ello consideraba erróneo el argumento de los monetaristas que se refiere a la existencia de una “oferta excesiva” de dinero crediticio. Según Kaldor, dicha oferta disminuiría automáticamente a medida que los créditos bancarios se liquidarán²².

Si en la actualidad la oferta monetaria sólo se sustenta en un sistema de base monetaria (dinero mercancía o de curso legal), es probable, siguiendo el razonamiento de los monetarista, que la oferta de dinero se vuelva exógena; y en consecuencia, ésta no responderá a los cambios en la demanda de dinero o crédito, sólo será necesario establecer mecanismos para controlar la emisión de dinero. En estas circunstancias, el sistema monetario moderno operaría de manera semejante al sistema del dinero mercancía, pero en la actualidad ello no es posible, pues la oferta monetaria no sólo está compuesta por dinero de curso legal, sino también por dinero bancario.

2.4. Intermediación financiera y dinero bancario.

²¹ Moore, B. (1994), op. cit., p. 102

²² Kaldor, N. (1985). “The scourge of monetarism”, Second edition, Oxford University Press, London, pp. 7-8.

Las economías monetarias modernas se caracterizan por operar con sistemas monetarios-crediticios institucionales coordinados por un Banco Central, a partir de los cuales se llevan a cabo los procesos institucionales de financiamiento. Siendo estos sistemas, a pesar de la existencia de mercados informales de crédito, el núcleo fundamental del financiamiento de la actividad económica.

A partir de la década de los ochenta, se han observado cambios significativos en los agentes que participan en estos sistemas monetarios-crediticios institucionales, tal es el caso de la importancia que ha adquirido el financiamiento bursátil frente a los intermediarios financieros. Esto plantea el interrogante de si los bancos comerciales seguirán teniendo en el futuro, el papel central que venían desempeñando en el funcionamiento del sistema monetario-crediticio.

En la actualidad, los mercados monetario-crediticios están constituidos por crédito y medios de pagos monetarios y no monetarios. Los medios monetarios de que disponen los agentes económicos para transferir poder adquisitivo y saldar deudas se componen básicamente de medios de pago legales, esto es, billetes y monedas emitidos por el banco central, y los medios de pago bancarios que son depósitos a la vista denominados en moneda legal, creados por los intermediarios financieros bancarios cuando compran activos o conceden préstamos a los agentes no bancarios. Este sistema de pagos es un importante factor de costos en las transacciones de los agentes económicos, y de su desarrollo eficiente depende el financiamiento a las actividades económicas, ya que mediante dicho sistema se gestionan y concretan las funciones de la moneda, que es el activo perfectamente líquido mediante el cual los agentes transfieren o conservan poder adquisitivo en el tiempo, y lo desplazan en el espacio.

La creciente participación del dinero bancario en la conformación del sistema de pagos manifiesta la importancia de los bancos en dicho sistema, ya que por una parte, los bancos proporcionan a los agentes no financieros un sistema para contabilizar sus intercambios y transferencias de riqueza y, por la otra, proveen a la economía de

billetes y monedas emitidos por el banco central en las denominaciones deseadas y en los lugares y montos requeridos. Asimismo, los bancos transfieren depósitos y realiza pagos según las instrucciones de los depositantes; por tanto, para que los intermediarios bancarios contribuyan al crecimiento económico deben realizar sus funciones con bajos costos, en forma rápida y eficiente y con un alto grado de seguridad para los agentes económicos. La operatividad de estos mecanismos de pago por parte de los intermediarios financieros es fundamental en la eficiencia macro del sistema de pago.

Dado que la moneda es un medio de pago y, por tanto, un instrumento de deuda con la cual el sistema de pagos se interrelaciona con el sistema de crédito monetario y no monetario; permite que se cumplan las relaciones institucionales entre prestamistas y prestatarios. En este sentido, este sistema debe cumplir con tres funciones fundamentales.

La **primera** consiste en abrir opciones de depósito e inversión de cartera a agentes económicos que disponen de ingresos monetarios, y que no desean consumirlos o retenerlos en el presente como billetes y monedas. Esta parte del ingreso que los agentes económicos canalizan al sistema financiero y que puede ser retirado en diversos plazos y condiciones, se le denomina ahorro financiero, el cual es sólo un fracción del ingreso total que obtienen los distintos agentes económicos. Es decir, son aquellos ingresos monetarios captados²³ por el sistema monetario-crediticio institucional, constituidos por billetes y monedas emitidos por el Banco Central y por los depósitos a la vista de los bancos comerciales.

La canalización de estos fondos de ahorro se realiza a través de la emisión de instrumentos crediticios monetarios y no monetarios, por parte tanto de los agentes que operan en el sistema monetario-crediticio, como por parte de los agentes no financieros, aunque los instrumentos crediticios monetarios sólo son emitidos por el Banco Central y los bancos comerciales. La captación de estos recursos financieros debe permitir

realizar distintas combinaciones entre riesgo y rendimiento de acuerdo a la estrategia de portafolio de los depositantes e inversionistas. Cabe señalar que estos instrumentos de captación tienen distintos grados de liquidez dependiendo de su plazo de vencimiento, siendo más líquidos aquellos que están más próximos a convertirse en medios monetarios. De ahí que puede incrementar los agregados monetarios y, en consecuencia, elevar las posibilidades de captación de ahorro financiero por parte de los agentes del sistema monetario-crediticio, ya que además de la moneda legal y los depósitos bancarios, dichos agentes también ofrecen una gama de activos financieros no monetarios pero con una liquidez muy próxima a la del dinero, por lo cual se les considera cuasi-dinero. Además de esta capacidad para captar ahorro financiero, el sistema monetario-crediticio tiene la capacidad de crear instrumentos cuasi-monetarios que incrementan los medios disponibles, y que permiten a los agentes económicos generar demanda de bienes y servicios, con lo cual se afecta la capacidad regulatoria del banco central sobre la base monetaria.

La **segunda** necesidad a la cual debe responder el sistema monetario-crediticio es la de otorgar crédito a los prestatarios finales, que son quienes demandan éstos fondos para financiar proyectos de inversión en el caso de las empresas o necesidades de consumo si se trata de consumidores. Esta necesidad de crédito puede satisfacerse mediante dos tipos de operaciones, deuda indirecta y deuda directa. La deuda indirecta la realizan principalmente los intermediarios financieros bancarios, quienes por una parte, toman fondos monetarios en depósitos o préstamos, que representan las operaciones pasivas de los bancos, y por las cuales pagan una tasa de interés pasiva; y por la otra, prestan fondos monetarios o depósitos bancarios, que representan sus operaciones activas por las que cobran una tasa de interés activa. Por su parte, la deuda directa se origina cuando prestamistas y prestatarios finales se vinculan para el otorgamiento del crédito mediante la emisión de títulos de deuda. Estos títulos se colocan en los mercados de valores teniendo como agente financiero institucional a los corredores de bolsa; y junto a éstos mercados, generalmente operan los bancos de inversión.

²³ Nos referimos al concepto de “captación” en un sentido amplio, ya que existen diferencias dependiendo de si la

La deuda directa e indirecta impacta la movilización y los costos de los fondos financieros; en éstos últimos, los intermediarios financieros juegan un papel muy importante. Por un lado, las operaciones crediticias generan costos de transacción, que obligan a las instituciones a elevar la eficiencia de sus estructuras económico-administrativas que les permitan minimizar dichos costos. Este problema de los costos de transacción es central para el sistema crediticio, ya que el rendimiento neto que obtenga del préstamo que realice, depende de los costos de buscar al prestamista así como de las primas de riesgo por solvencia y por todo factor de iliquidez del mismo. En cambio, el problema para el prestatario se presenta en términos de los costos brutos de su empréstito, cuyos componentes son los mismos sólo que vistos desde el ángulo de quien busca los fondos y contrae una deuda.

Si prestamista y prestatario debieran buscar por sí mismos a la contraparte financiera, seguramente se reduciría su rendimiento neto o aumentarían sus costos brutos, respectivamente, debido a los mayores gastos de información y al incremento del riesgo que esto implicaría. Los agentes financieros surgen como una respuesta especializada a esta situación, ofreciendo mediante sus servicios un incremento en el rendimiento neto para los prestamistas y una reducción en el costo bruto del financiamiento para los prestatarios. Si esto se realiza de manera eficiente, no sólo será posible incrementar los depósitos y préstamos, sino también será posible aumentar la inversión, con lo que los agentes financieros estarían promoviendo indirectamente la formación de ahorro en la economía.

Por otra parte, siguiendo estos criterios de eficiencia en la movilización de los fondos financieros, surge el problema de cuál es la modalidad más adecuada para lograrla. Esto es, si es mediante la deuda directa operada principalmente por los corredores de bolsa o la deuda indirecta que es operada por los bancos comerciales. Además, también deben considerarse las condiciones y efectos que puede provocar la competencia entre los fondos movilizados. Respecto a lo primero, debe mencionarse que los corredores de bolsa pueden minimizar la brecha entre rendimiento neto y costo

captación se realiza mediante operaciones de deuda directa o indirecta.

bruto mediante la disminución de los costos de disposición y manejo de información. Sin embargo, los bancos comerciales también reducen estos costos a través de la especialización en la intermediación, así como mediante la reducción de las primas de riesgo e iliquidez para el prestamista, pues el banco puede modificar la denominación y los vencimientos de los préstamos.

La **tercera** función de los bancos comerciales se refiere al hecho de que en el manejo de deuda, éstos buscan disminuir el diferencial entre los rendimientos netos y los costos brutos de un empréstito mediante la disminución de los costos de búsqueda de fondos para los prestatarios, al mismo tiempo que reduce la incertidumbre sobre riesgo e iliquidez para el prestamista modificando la denominación y los vencimientos de los préstamos. En otras palabras, la intermediación financiera tiene la capacidad de convertir los plazos de las colocaciones del corto al largo plazo, así como modificar los riesgos de las colocaciones financieras realizadas por los distintos agentes. Con ello buscan que las relaciones de deuda indirecta que desarrollan sean más atractivas tanto para los prestamistas como para los prestatarios, comparadas con las relaciones de deuda directa que realizan las casas de bolsa.

Otra distinción entre deuda directa e indirecta, es la que se refiere al hecho de que los títulos de deuda primaria (deuda directa) no tienen carácter monetario, mientras que los títulos emitidos o comprados por los bancos mediante deuda indirecta se componen de títulos que tienen carácter monetario y no monetario. La creación y distribución de los títulos monetarios puede afectar la base monetaria en poder del público, lo que se manifiesta en el multiplicador monetario del crédito bancario. Cabe señalar que esto no implica necesariamente una relación lineal entre captación y financiamiento por parte de los intermediarios financieros bancarios, ya que dentro de ciertos límites, ambas variables evolucionan independientemente una de otra, debido a la capacidad de creación de títulos de deuda por parte de los agentes económicos.

En la actualidad, la relación entre deuda directa e indirecta es muy compleja. La primera ha observado una expansión sustancial, gracias al crecimiento en la emisión de

títulos de deuda en los mercados de valores, lo que se ha denominado como “titularización” de la deuda. Para hacer frente a esta situación, los bancos comerciales han ampliado sus actividades de financiamiento hacia operaciones relacionadas con las garantías que el banco puede ofrecer a un cliente para respaldar su liquidez, y por lo cual recibe un pago por comisión, estas son las llamadas “operaciones fuera de la hoja de balance”. Otra respuesta de los bancos comerciales a esta tendencia ha sido la integración de los bancos con otro tipo de agentes financieros, constituyendo la banca universal o grupo financiero, que les ha permite obtener beneficios, tales como: **i)** economías de escala, al poder proporcionar diversos servicios integrando información de distintos segmentos de la actividad financiera; **ii)** obtención de altas tasas de ganancia cuando el banco emite créditos para el financiamiento del grupo o de alguna filial; **iii)** la expansión de los bancos hacia empresas no bancarias mediante la propiedad de acciones de éstas, lo cual a su vez constituye una vía para resolver los problemas de asimetría en la información con un cliente; y **iv)** esta evolución hacia la banca universal o a la integración con la industria, ofrece la ventaja de reducir los riesgos debido a la diversificación de inversiones.

Cabe señalar que esta tendencia hacia la constitución de la banca universal fue el inicio de la formación de estructuras financieras oligopólicas, que es la características fundamental del actual sistema monetario-crediticio. De la misma forma, se observa una reespecialización en segmentos del mercado por parte de los intermediarios financieros, lo que parece indicar un fortalecimiento del financiamiento indirecto o la desagregación de las cadenas en las que se produce un mayor nivel de ganancia en el sistema financiero.

3. Oferta y base monetaria endógenas.

Como sabemos, los dos supuestos básicos del enfoque monetarista son: el carácter exógeno de la oferta monetaria y la tasa de interés como un fenómeno real. Con base en estos supuestos, los monetaristas realizaron pruebas econométricas para medir los efectos de la oferta monetaria sobre el nivel de precios, el ingreso nominal y la balanza

de pagos. De dichas pruebas se derivaron dos conclusiones fundamentales para el análisis monetarista: a) la cantidad de dinero en circulación presenta una relación estable con respecto al ingreso nominal; y b) la demanda de dinero es poco sensible a la tasa de interés. Estas afirmaciones, que tienen como punto de partida los supuestos mencionados, pero que al mismo tiempo les permite a los monetaristas reafirmarlos, fueron el punto central de Keynes y de los poskeynesianos. Con respecto a estos últimos, la crítica de Kaldor fue contundente, ya que su cuestionamiento se centró en el supuesto del carácter exógeno de la oferta monetaria, lo que implica que en parte, la autoridad monetaria puede controlarla.

3.1. Oferta monetaria endógena

Según Kaldor, en la práctica el dinero puede entrar a la circulación mediante tres formas. Una es mediante las operaciones de mercado abierto que permite a la autoridad monetaria deliberadamente comprar valores gubernamentales a precios altos, para lo cual bajan la tasa de interés. La segunda es mediante la entrada de moneda extranjera (por ejemplo, flujos de capital externo en cartera, superávit por operaciones de comercio exterior, etc.), que es cambiada por moneda nacional. La tercera forma se da cuando aumenta la cantidad de dinero como consecuencia de una expansión del crédito para financiar gastos públicos o privados deficitarios. Con base en estos mecanismos, Kaldor deduce otra interpretación de la evidencia econométrica presentada por los monetaristas²⁴. La estabilidad en la velocidad de circulación del dinero, según él, es resultado de que la demanda de dinero crea su propia oferta; es decir, la oferta monetaria es endógena; en tanto que la baja elasticidad de la demanda de dinero respecto a la tasa de interés es una evidencia de la incapacidad de la banca central para controlar la oferta de dinero; más que ser una prueba de la efectividad del multiplicador monetario, como lo afirmaban los monetaristas.

Asimismo, Kaldor señala que la alta correlación entre la oferta monetaria y el ingreso que se desprende de las pruebas empíricas presentadas por los monetaristas, puede

ser provocada por tres diferentes relaciones de causalidad: *a)* que la oferta de dinero determine el ingreso, como afirman los monetaristas; *b)* que el ingreso monetario determine la oferta de dinero, debido, por ejemplo, a un incremento en la demanda de crédito a los bancos; y *c)* que la oferta de dinero y el ingreso son función de una tercera variable; por ejemplo, de la inversión pública. Siguiendo con este razonamiento, Kaldor considera que, si la demanda de dinero excediese a la oferta de dinero, inmediatamente se desarrollarían otras formas de dinero (tarjetas de crédito, etc.) o procedimientos de pago que elevarían la velocidad de circulación del dinero convencional. Si en estas circunstancias, de alta demanda de dinero, el banco central impusiera restricciones a los bancos comerciales para otorgar crédito, los demandantes de crédito acudirían a otras instituciones financieras formales e informales, y nuevos mecanismos de préstamos sustituirán al crédito bancario directo. En consecuencia, para Kaldor, la velocidad de circulación del dinero es estable porque la oferta monetaria es endógena y se adapta al nivel de ingreso.

Kaldor sostiene que la autoridad monetaria, generalmente regula la oferta monetaria para que la tasa de interés se mantenga estable. De esta forma, cuando el ingreso nominal aumenta y por tanto, también aumenta la demanda de dinero, la tasa de interés sube y la autoridad monetaria aumenta la oferta monetaria. Lo que demuestra que la demanda de dinero genera un aumento en su oferta.

La negativa de los monetaristas para aceptar el carácter endógeno de la oferta monetaria es entendible si consideramos que del supuesto de exogeneidad de la oferta monetaria dependen sus conclusiones sobre el comportamiento de los precios y del ingreso nominal, como resultado de la diferencia entre la demanda y la oferta de dinero. Para reforzar este supuesto, y confirmar que la oferta monetaria determina el ingreso (y no a la inversa), los monetaristas agregan dos argumentos a su análisis: *a)* la existencia de un periodo de retraso entre el aumento en la oferta monetaria y el aumento en el ingreso; y *b)* que los bancos comerciales, generalmente enfrentan una demanda excedente de crédito, por lo que, en todo momento, la oferta monetaria corresponde a

²⁴ Ver N Kaldor (1973) "The New Monetarism", en A. A. Walter (Ed.), Money and Banking. Penguin Education,

la máxima expansión del crédito que permite la base monetaria, la cual está regulada por el banco central.

Kaldor rechaza estos argumentos, ya que considera que el retraso que se observa entre la expansión de la oferta de dinero y la expansión del ingreso puede explicarse por el hecho de que ambas variables están determinadas por una tercera variable, que puede ser una decisión autónoma de gasto de inversión pública o privada. En este último caso, si una empresa decide invertir y solicita crédito a un banco, la oferta monetaria se incrementará inmediatamente, pero el ingreso se verá incrementado hasta que la inversión se lleve a cabo. Por tanto, el aumento en el ingreso no es generado por el incremento en la oferta monetaria, sino por la decisión de invertir que precede a ésta.

Este rezago entre el aumento de la oferta monetaria y el aumento del ingreso, puede ser provocado también, según Kaldor, por el efecto del ciclo económico sobre el déficit público, y de ahí sobre la oferta monetaria. Esto conduce a Kaldor a afirmar que los cambios en la oferta monetaria son provocados principalmente, por las variaciones en el crédito bancario al gobierno; de tal forma que una contracción en los ingresos públicos, o un aumento en el gasto público, al incrementar el déficit fiscal, genera un aumento del crédito bancario al gobierno; y por tanto, en la oferta monetaria. Por ejemplo, durante una depresión los ingresos por impuestos bajan y el crédito al gobierno debe aumentar, lo que hace crecer también a la oferta monetaria; así, al final de la depresión viene la expansión, y el aumento de la oferta monetaria ocurrido durante la depresión estimula el crecimiento del ingreso como efecto de la recuperación. Si bien es cierto que en las pruebas estadísticas se observan incrementos en la oferta monetaria que preceden a un incremento en el ingreso; no obstante Kaldor señala que un aumento en la oferta monetaria *per se*, no garantiza un aumento en el ingreso. Para que esto suceda, depende del factor que motivó el aumento en la oferta monetaria, esto es, un mayor gasto público, una mayor inversión privada, flujos de capital externo, etc. Para Kaldor, cualquiera de estos factores puede ser la verdadera causa de los aumentos en el ingreso.

Como vemos, para los monetaristas se plantea que los bancos, generalmente enfrentan una demanda excedente de crédito y; por lo tanto, la oferta monetaria corresponde en todo momento a la máxima expansión del crédito que permite la base monetaria. Lo que permite a los monetaristas afirmar que los aumentos en la oferta monetaria sólo dependen de los aumentos en la base monetaria, y dado que ésta es regulada por el banco central, la oferta de dinero debe ser considerada como una variable exógena. En este razonamiento Kaldor coincide con los monetaristas en la afirmación de que la oferta monetaria depende de las variaciones en la base monetaria; sin embargo, niega que la relación entre ambas sea exactamente proporcional. Es decir, niega que el multiplicador del crédito sea fijo y que la autoridad monetaria pueda controlar la oferta monetaria únicamente a través de las variaciones en la base monetaria.

Kaldor afirma que la oferta monetaria es resultado de la demanda total de crédito; por tanto, si no hay suficiente demanda de crédito por parte del gobierno o del sector privado, aunque el banco central aumente la base monetaria (por ejemplo, mediante operaciones de mercado abierto), la oferta monetaria no se incrementará en la misma proporción. Seguramente los bancos contarán con mayor liquidez, pero las cuentas de cheques no aumentarán (el multiplicador monetario será bajo) debido a la baja demanda de crédito²⁵. Con base en estas pruebas, Kaldor arriba a dos conclusiones fundamentales para el análisis poskeynesiano: la primera, la demostración analítica de que la oferta monetaria es endógena, ya que la autoridad monetaria, por sí sola (es decir, sin el apoyo de la política fiscal), es incapaz de controlar la oferta monetaria; y la segunda, que la actividad económica (ciclo económico) determina las variaciones en la oferta monetaria, y no a la inversa como afirman los monetaristas.

Con respecto a la demanda de dinero, los monetaristas afirman que ésta es poco sensible a la tasa de interés; lo que significa que si esta tasa disminuye, cualquiera sea

²⁵ Para sostener esta argumentación Kaldor presenta la evidencia empírica sobre Estados Unidos, que muestra que cuando la autoridad monetaria se ha propuesto incrementar la oferta monetaria mediante operaciones de mercado abierto (para no recurrir a la política fiscal), el multiplicador del crédito automáticamente disminuye. En particular, señala que durante el período depresivo, 1929-1939, aún y cuando las autoridades monetarias redujeron las reservas bancarias obligatorias, no lograron elevar significativamente el volumen del crédito. Ver Kaldor (1973), op. cit.

la causa, los individuos no desearán incrementar significativamente sus saldos líquidos, como preveía Keynes; y en consecuencia, nunca se presentaría una situación de liquidez absoluta. De ahí que los monetaristas deduzcan que, el multiplicador bancario siempre es efectivo (es decir, a cualquier nivel de tasa de interés) para corregir los desequilibrios de corto plazo en el nivel del producto y del empleo. En otras palabras, un aumento en la oferta monetaria inducirá a los individuos a gastar el exceso de saldos monetarios reales respecto a los deseados, con lo cual se incrementará la demanda agregada, y con ello el ingreso. En consecuencia, la política fiscal expansiva propuesta por Keynes para salir de una recesión, será innecesaria.

Este razonamiento de los monetaristas no es aceptado por Kaldor, quien sostiene que si la demanda de dinero es poco sensible a la tasa de interés, entonces la autoridad monetaria no tendrá forma alguna de aumentar la cantidad de dinero en circulación (sin considerar la política fiscal) cuando desee hacerlo. Si el único medio de que dispone la autoridad monetaria para incrementar la cantidad de dinero en circulación (sin recurrir a la política fiscal) son las operaciones de mercado abierto; esto es, la compra de valores gubernamentales a cambio de dinero, y si la demanda de dinero es insensible a la tasa de interés; entonces, señala Kaldor, no se puede esperar que los individuos respondan a la iniciativa del banco central de vender valores gubernamentales, aunque la tasa de interés sea alta. En otras palabras, no hay forma de inducir a los individuos a comprar valores del banco central; por tanto, el aumento planeado en la cantidad de dinero para salir de una recesión, jamás se materializará en un incremento del ingreso si la demanda de dinero es insensible a la tasa de interés.

Lo que demuestran los monetaristas cuando afirman que la demanda de dinero presenta una baja elasticidad respecto a la tasa de interés, dice Kaldor, no es la eficiencia de la política monetaria, sino la incapacidad de la autoridad monetaria para controlar la oferta monetaria. Como la única forma con que cuenta la autoridad monetaria para influir en la cantidad de dinero en circulación es mediante la manipulación de la tasa de interés (a través de las operaciones de mercado abierto), es

obvio que la baja elasticidad entre la demanda de dinero y la tasa de interés puede ser interpretada como un indicador del poco o nulo control que la autoridad monetaria ha ejercido sobre los medios de pago en circulación. Ello conduce nuevamente a Kaldor a afirmar que la oferta monetaria no es exógena, Con este análisis, Kaldor debilita gravemente el cuerpo analítico de los monetaristas.

3.2. Base monetaria endógena

El hecho de que el sistema monetario opere con base en las reglas que fija la autoridad monetaria, y dado que estas reglas generalmente establecen una relación fija entre la oferta de dinero crediticio bancario y la base monetaria primaria. Y, dado que ésta última está constituida por los pasivos del banco central y las reservas del intercambio con el exterior, según el patrón de intercambio del oro; induciría a pensar que dichas reglas son observadas de manera rigurosa, y en consecuencia, parecería que la oferta monetaria bancaria es función directa de la base monetaria. De ahí que, tanto Phillips (1920) como el propio Keynes (1930), al considerar que la base monetaria estaba constituida por los pasivos del banco central, aceptarían la existencia de un multiplicador del dinero de depósito base. Si a ello le sumamos que dicho multiplicador mostró cierta estabilidad hasta antes de la crisis de 1929, era comprensible que los economistas consideraran a la oferta monetaria como una variable exógena; esto es, determinada en gran medida por la política del banco central.

El argumento que sostiene esta afirmación se basa en los efectos que generan las operaciones de mercado abierto, las cuales le permiten al banco central aumentar o reducir la base monetaria potencial tope, según la política que fije la autoridad monetaria. Al respecto es necesario hacer algunos señalamientos. Desde mediados de la década de los sesenta, se hizo evidente que la base monetaria potencial tope ya no guarda una relación rígida (y quizás, antes tampoco fue tan rigurosa está relación) con las reservas de oro exógeno. Si bien los bancos centrales siempre tienen la capacidad de *expandir* la base con el propósito de sostener un incremento en la intermediación bancaria; no obstante, el banco central por lo general, no tiene la misma capacidad para

reducir la base, que le permita restringir el volumen nominal de la intermediación bancaria. Esta situación plantea una *capacidad asimétrica* en el papel de los bancos centrales para controlar la base monetaria²⁶.

Si existen mercados secundarios desarrollados para los activos financieros, los bancos centrales siempre serán capaces de inducir incrementos en la base monetaria a través de la simple compra de valores gubernamentales en el mercado abierto. Con lo que proporcionará a los bancos comerciales las reservas excedentes que no generan intereses. Dichas reservas son, generalmente invertidas en la compra de valores con rendimiento, que elevan el precio de éstos y, en consecuencia, reducen las tasas de interés del mercado, generando finalmente un efecto expansivo en el nivel de los activos y pasivos del sistema bancario.

En cuanto a la reducción en la base potencial tope, la capacidad del banco central está limitada. El argumento de que los bancos centrales pueden inducir reducciones de la base monetaria mediante la venta de valores gubernamentales en el mercado abierto (lo que implica que los bancos vendan activos, reduciendo así sus reservas), supone implícitamente dos situaciones: una, que los bancos siempre cuentan con los valores bursátiles en cartera, y dos, que los bancos tienen libertad absoluta para vender dichos valores. Es probable que esta situación se dé en un periodo de recesión, pero en este caso es muy probable que los bancos no deseen reducir la masa monetaria. En el caso de periodos de auge sostenido, los bancos comerciales, con el propósito de maximizar sus ganancias, tratarán de colocar la mayor proporción de sus portafolios de activos mediante préstamos a sus clientes. Estos préstamos por lo general, son instrumentos no negociables, pues no existen mercados secundarios en donde se puedan comprar y vender debido al alto riesgo que representa la heterogeneidad de los prestamistas. Por tanto, no es muy probable que los bancos quieran y puedan vender libremente sus valores bursátiles, ya que ellos deben pagar un precio muy alto si quieren vender por iniciativa propia sus portafolios de préstamos.

²⁶ Moore, B. (1994). op. cit., p. 103.

En este sentido, se podría argumentar que los bancos tienen libertad para manejar sus préstamos una vez que éstos se vencen. Pero, recordemos que los préstamos bancarios se realizan siempre por iniciativa del solicitante, es decir, están determinados por la demanda. Además, los bancos colocan (venden) crédito a un margen de ganancia bruta mayor que el costo de sus fondos; es decir, siguiendo el criterio de fijación de precios que aplica cualquier empresa productora de bienes y servicios, que también depende de la demanda de su bien o servicio. En otras palabras, ambos, bancos (colocación de préstamos) y empresa (producción de bienes y servicios) están determinadas por la demanda.

En economías que cuentan con sistemas financieros desarrollados, los solicitantes de crédito, empresas e individuos, generalmente acuerdan con los bancos las líneas y montos de crédito a otorgar. Los solicitantes pueden utilizar esas líneas de crédito hasta el tope por iniciativa propia; por tanto, los bancos no tienen plena libertad para aumentar o disminuir sus portafolios de préstamos directamente, sólo lo podrán hacer mediante la variación indirecta de los precios (tasas de interés) de los préstamos y/o de los gastos de venta. Los bancos no tienen capacidad de reducir, por iniciativa propia, las transacciones de préstamos netos a clientes con líneas de crédito sin utilizar. En otras palabras, el banco puede conceder una línea con determinado monto, pero la disposición real de la misma solo depende del solicitante del crédito; en consecuencia, la cantidad de crédito bancario estará determinada por la demanda. De lo anterior se desprende que, la banca central no cuenta con un mecanismo que le permita reducir cuantitativamente la base monetaria potencial límite cuando la demanda de crédito se encuentra en expansión. Solamente puede aumentar la tasa de interés a corto plazo, para afectar de manera indirecta aquélla.

En el caso de una alta demanda de préstamos, los bancos que maximizan sus ganancias no cuentan con incentivos para conservar hasta su vencimiento los préstamos comerciales. Para hacer frente a esta situación, generalmente compiten para allegarse los fondos necesarios que exceden sus flujos de depósitos, y reducirán sus portafolios de valores bursátiles a una posición defensiva mínima que les permita

satisfacer los retiros de depósitos. Como vemos, las autoridades monetarias se ven imposibilitadas para inducir libremente una disminución en la base monetaria potencial tope, incluso en el caso de que la base esté compuesta por los propios pasivos del banco central. Si decidiera hacerlo, se pondría en peligro la liquidez del sistema bancario.

Según Basil Moore, los bancos centrales son capaces de inducir fuertes disminuciones en la base monetaria durante una recesión repentina, cuando incluso es probable que la autoridad monetaria desee ampliar la masa de circulante. También son capaces de inducir una expansión importante en la base monetaria durante los auges, cuando en realidad lo que desea es disminuir la reserva de dinero. Sin embargo, se ven limitados para ampliar la masa monetaria en condiciones de desplome de los mercados financieros, cuando las tasas de interés nominales de los valores comercializables han caído a niveles bajísimos. Más limitados están en su capacidad para inducir reducciones en la base monetaria en condiciones de auge, debido a que la demanda de préstamos bancarios se incrementa aceleradamente. Además, en todos estos casos, el valor del multiplicador de la base monetaria permanecerá constante; lo que indica que la relación entre la base y la masa monetaria es estable y altamente predecible. Ello, según Moore, es una evidencia de que la base monetaria potencial tope es endógena²⁷, y de que el banco central presenta una capacidad asimétrica para controlar la base monetaria.

Es claro que el sistema monetario crediticio (dinero crediticio bancario) no funciona como el sistema monetario mercantil (dinero mercancía, dinero de curso legal). Si la autoridad monetaria obliga a aquél a comportarse como éste, se generará un grave problema; por ejemplo, si se estableciera como obligatorio un sistema de base monetaria, entonces los activos y pasivos de este sistema quedarían, de alguna forma bajo el control de la autoridad monetaria. Pero nada garantiza que este tipo de activos coexista con el dinero, pues el dinero crediticio ha adoptado las características de otros activos financieros. Ello hace más difícil y compleja la función de las autoridades

²⁷ Afirmación hecha con anterioridad por Kaldor.

monetarias, ya que no sólo tendrán que elegir el tipo de activos que estarán bajo control, sino que además el control para restringir la oferta de este tipo de activos por medios artificiales, desviará los flujos financieros hacia otros destinos, con lo que provocará que disminuya el volumen de activos contratados. Por lo tanto, es inoperante considerar como exógena a un determinado grupo de activos cuyo comportamiento y naturaleza no son muy claros²⁸.

El hecho de que la banca central no pueda controlar directamente la cantidad de dinero en circulación, no significa en ningún sentido, que la política monetaria sea ineficaz, o que los bancos centrales deban asumir necesariamente una posición “acomodaticia”. Si bien es cierto que los bancos centrales deben adaptarse a la demanda de reservas y al nivel de liquidez del sistema financiero, también es cierto que ellos sí pueden decidir tanto el *precio* (tasa de interés) de la oferta de las reservas como su liquidez. Este precio es central, pues es al que se proporcionan reservas según los objetivos macroeconómicos que se pretende alcanzar. En otras palabras, el precio del crédito es fundamental para los solicitantes de crédito; y en este sentido, el dinero crediticio, al igual que el dinero mercancía, no es neutral.

4. El sistema económico y el crecimiento económico

Es indiscutible que el modelo analítico neoclásico presenta el ineludible atractivo intelectual de proporcionar un esquema coherente y sencillo del sistema económico; ello gracias a que su estructura gira en torno a una cuestión central y determinante (a la que subordina, y termina reduciendo cualquier otro problema) como lo es la asignación eficiente de los recursos escasos, y a una premisa unificadora constituida por la conducta racional maximizadora de los agentes económicos. Sin embargo, y a pesar de su progresivo refinamiento formal, el enfoque neoclásico tendió a perder aceptación entre un número importante de economistas, debido a su falta de realismo para explicar el desarrollo real de las economías industriales monetizadas, en las cuales se siguen

²⁸ En este sentido, Tobin (1985) consideraba cuestionable que se pretendiera controlar al agregado M1, dada la variedad y cantidad de sustitutos cercanos potenciales al dinero.

presentando problemas de fluctuaciones cíclicas y crisis, desempleo, inflación, atraso económico y fuertes desigualdades en la distribución del ingreso.

Decepcionados por las limitaciones de este enfoque, un pequeño y heterogéneo grupo de economistas procedentes de diferentes tradiciones teóricas (institucionalistas, marxistas, etc.), pero partiendo todos de los aportes de Keynes, con una línea analítica más crítica y rupturista, iniciaron la construcción de un enfoque analítico innovador. Dirigido a construir una nueva síntesis neoclásica capaz de superar las limitaciones del keynesianismo de Hicks, y el estado de irrelevancia al que había arribado el enfoque ortodoxo. El trabajo de estos economistas, que para distinguirlos de los keynesianos formados en la *síntesis neoclásica*, se les denominó *postkeynesianos*, y que tuvo en la Escuela de Cambridge (Inglaterra), con Joan Robinson, su referencia más emblemática, se desarrolló de manera fragmentaria a partir de los distintos intereses intelectuales y campos de investigación, los cuales terminarían configurando progresivamente un cuerpo analítico amplio, capaz de relacionar varias líneas de investigación como el empleo, el crecimiento económico, la distribución de la renta, el dinero y el crédito, el comercio internacional, etc., en una estructura macrodinámica. Articuladas todas ellas por un hilo conductor común: el papel de la demanda efectiva en la dinámica del crecimiento económico y en la distribución del ingreso en el largo plazo.

Así, mientras los keynesianos de la *síntesis neoclásica* retomaron fundamentalmente el enfoque monetarista de Keynes, preocupados principalmente por la incertidumbre que influye en las decisiones de inversión, y por los consecuentes problemas para alcanzar niveles de equilibrio de pleno empleo; los *postkeynesianos*, por su parte, partieron de los análisis desarrollados por Kalecki (1943) sobre las implicaciones del ahorro y la inversión sobre la distribución de la renta y el comportamiento a largo plazo de la producción, y de los realizados por Harrod (1948) sobre la dinámica del crecimiento. Otras aportaciones importantes retomadas para la fundamentación del enfoque postkeynesiano, fueron los estudios realizados en 1956 por Joan Robinson (1976) sobre la acumulación de capital, y los trabajos de Kaldor (1973) sobre la distribución.

Es aceptado por todos los estudiosos que los trabajos de Harrod²⁹ dinamizaron el modelo de Keynes al introducir un proceso continuo de inversión. Al tomar en consideración la doble función de la inversión (por un lado, generadora de demanda; y por el otro, ampliadora de la capacidad productiva), y al aceptar que nada garantiza *a priori* que, como resultado de una tasa de inversión dada, la demanda y la capacidad productiva crezcan de manera equilibrada, el modelo de Harrod complementado con las aportaciones de Domar (1947), colocaron a la teoría económica³⁰ ante un nuevo horizonte analítico³¹ que relacionaba los problemas económicos con: la inestabilidad persistente del sistema capitalista y sus proclividad a la recesión y al estancamiento; la naturaleza y causas (endógenas y/o exógenas) del crecimiento; las fluctuaciones cíclicas de la actividad productiva y el empleo; y con la capacidad del sistema para mantener una senda de crecimiento capaz de garantizar simultáneamente el pleno empleo de la fuerza de trabajo (dependiente de la tasa *natural* de crecimiento) y la plena utilización de la capacidad instalada (dependiente de la tasa *justificada* de crecimiento)³².

En el enfoque ortodoxo, el equilibrio y el pleno empleo se conciben como algo consustancial al sistema económico; por ello, el problema se reduce a explicar cómo el mercado alcanza el equilibrio, y cuáles situaciones pueden alterarlo. Keynes planteó de manera distinta el problema al resaltar la dificultad que el sistema presenta para alcanzar una situación de equilibrio de pleno empleo, ya que éste depende de la existencia de un nivel de demanda efectiva suficiente. Para Keynes, una vez establecida la relación entre el nivel de demanda agregada y el nivel de ocupación, el

²⁹ Que, en otras palabras, significa introducir el largo plazo al modelo de Keynes. Con esto, Harrod no sólo cubriría un vacío en el análisis de Keynes, sino también sentó las bases del análisis macrodinámico moderno, que abriría el camino a nuevas líneas de investigación, a partir de las cuales surge y se estructura el pensamiento *postkeynesiano*, como algo distinto al keynesianismo de la *síntesis neoclásica*. Ver Pasinetti, L. (1983), *Crecimiento económico y distribución de la renta*, Alianza Editorial, Madrid, p. 116. Sobre este aspecto también puede consultarse Rojo, Luis A. (1966). *Lecturas sobre la teoría económica del desarrollo*, Editorial Gredos, Madrid.

³⁰ Recordemos que el modelo analítico de Keynes queda circunscrito al análisis de corto plazo de los efectos de la demanda agregada sobre los niveles de renta y de empleo. De ahí que se limitara a estudiar la inversión, únicamente desde el punto de vista de la incertidumbre que media el comportamiento de los inversionistas, y de sus efectos en el corto plazo, como impulsora de la demanda efectiva.

³¹ Ver Domar, E. (1947) "Expansion and Employment", *American Economic Review*, marzo.

³² Ver Domar, E. (1957). *Essays in the Theory of Economic Growth*, New York, Oxford, University Press.

problema consiste en determinar cómo se podría estimular el consumo y la inversión con el propósito de garantizar niveles de demanda efectiva de plena ocupación. Con este planteamiento, Keynes deja abierta la puerta para analizar problemas, que él no llega a abordar, relacionados con la macrodinámica del sistema económico. Si bien Keynes se centró en el análisis de cómo alcanzar el punto de equilibrio de pleno empleo; no obstante, una vez que se introduce a su modelo la inversión como un proceso de largo plazo, como lo hicieron Harrod y Domar, la cuestión de cómo alcanzar el equilibrio de pleno empleo pasó a un plano secundario; pasando a ocupar un lugar central en el análisis de las dificultades endógenas del sistema para mantener una senda de crecimiento equilibrado y sostenido.

Partiendo de la problemática limitada de Keynes, el pensamiento postkeynesiano impulsaría el análisis económico hacia retos y horizontes intelectuales más amplios y complejos, que terminarían por converger y situar de nuevo en primer plano las grandes prioridades analíticas planteadas o sugeridas en su momento, por los economistas clásicos y Marx. Así, mientras los teóricos de la *síntesis neoclásica* aspiraron a reconciliar el pensamiento de Keynes con la tradición neoclásica ortodoxa; por su parte el postkeynesianismo, partiendo de un planteamiento radicalmente crítico con el enfoque neoclásico, representa un reencuentro con la tradición clásica original. En este sentido, se ha considerado al postkeynesianismo como una suerte de síntesis *clásica-Keynes*³³.

Las características y aportaciones más significativas del análisis postkeynesiano, que al mismo tiempo representan puntos centrales de la controversia con la ortodoxia neoclásica, se resumen en los siguientes puntos. En primer lugar, el papel central que ocupan los precios relativos en el análisis neoclásico; en el enfoque postkeynesiano es relativizado al constituirse la inversión en la variable estratégica del funcionamiento del sistema económico. Para los neoclásicos los cambios registrados en la demanda se explican fundamentalmente, por las variaciones en los precios relativos (efecto sustitución); en cambio, para los postkeynesianos desde una perspectiva macroeconómica dinámica, dichos cambios tienen su origen principalmente en las

modificaciones del nivel de renta (efecto renta), que a su vez están inducidas por las variaciones en los niveles de inversión.

En el análisis postkeynesiano existe una estrecha relación entre el crecimiento económico y la distribución de la renta; y ambas variables se encuentran básicamente determinadas en su comportamiento de largo plazo por la tasa de inversión. Por ende, la distribución de la renta deja de ser vista como un mero resultado de la productividad marginal de los factores productivos, para recuperar, en el análisis, su condición de variable relativamente autónoma. De ahí que los postkeynesianos consideren necesario, por lo menos en el corto plazo, introducir la “lucha de clases” (esto es, el efecto del “regateo de precios”) como un elemento más para explicar las relaciones de fuerza que detentan en el mercado las distintas clases y grupos sociales implicados en el reparto de la renta.

En segundo lugar, el enfoque postkeynesiano, retomando el planteamiento clásico y marxista, y en contraste con los supuestos neoclásicos sobre el equilibrio general y parcial, concibe al sistema económico en un constante proceso de cambio y transformación, inducido por las modificaciones que la inversión introduce en la demanda y en la tecnología. Para los modelos de crecimiento neoclásicos, del tipo Solow, el problema radica en determinar cuáles son las fuerzas impulsoras del crecimiento de la producción, y en explicar cómo las fuerzas del mercado aseguran por sí mismas, que la economía se mueva en la *senda del crecimiento garantizado* (esto es, a una tasa constante y sostenida que garantice el pleno empleo). Con base en sus supuestos axiomáticos, para el enfoque neoclásico el equilibrio se encuentra garantizado en principio, y cualquier posible desviación accidental de la senda del crecimiento *garantizado* será autocorregida automáticamente; por ello, para este enfoque el análisis de corto plazo carece de importancia. Según los postkeynesianos, tal concepción impide la contextualización y ubicación adecuada en el análisis de fenómenos como los ciclos, el desempleo de la fuerza de trabajo, la subutilización del capital, etc. Todos ellos, factores que se encuentran estrechamente relacionados

³³ Ver Moral, Santini S. y Román, M. (1994), *Demanda efectiva, competencia y crédito. Ensayos sobre economía*

con los desequilibrios y fluctuaciones que se registran de manera permanente en la senda del crecimiento económico³⁴.

En consecuencia, para los postkeynesianos, a diferencia de los neoclásicos, la determinación de los factores que impulsan y sostienen la tendencia del crecimiento, constituye un requisito previo para explicar las causas que originan el movimiento sistemático de la actividad económica y, en general la inestabilidad endógena y permanente del sistema económico. En consecuencia, el verdadero problema a investigar es la naturaleza y las causas de la inestabilidad; es decir, el problema empieza ahí donde termina para los neoclásicos (el estudio de los factores impulsores de la tendencia del crecimiento sostenido y equilibrado con pleno empleo).

Según el enfoque postkeynesiano, el análisis de largo plazo tiene como objetivo estudiar los determinantes de la tendencia del crecimiento; los cuales se relacionan: por un lado, con el ahorro y la inversión, y por el otro, con el crecimiento de la productividad y la expansión demográfica, concebidas éstas últimas como variables exógenas. En tanto que el análisis de corto plazo, debe avocarse al estudio de las causas determinantes de las fluctuaciones sistemáticas en torno a la tendencia de los niveles de actividad y ocupación del capital y de la fuerza de trabajo, las cuales se encuentran relacionadas con el nivel de la demanda efectiva y los efectos “multiplicador” y “acelerador”.

En tercer lugar, a diferencia de la concepción neoclásica de competencia perfecta, el enfoque postkeynesiano postula un modelo analítico de competencia perfecta o limitada³⁵, en el cual las empresas multinacionales y los sindicatos locales desempeñan un papel importante en el establecimiento de salarios y precios rígidos, e

postkeynesiana, Editorial Trotta, Madrid, p. 28.

³⁴ Para los postkeynesianos es fundamental, para efectos analíticos, distinguir dentro del proceso de expansión del sistema económico dos tipos distintos de mecanismos: por un lado, los factores que determinan la tendencia de largo plazo del crecimiento de la producción; y por el otro, los factores que inducen las fluctuaciones cíclicas que registra la actividad en torno de la línea de la tendencia de largo plazo, que finalmente son los que reflejan el curso real del crecimiento.

independientemente de las variaciones de la demanda. Ello es así porque las empresas del sector competitivo se comportan, en cierta medida, aceptan los postkeynesianos, de acuerdo con el principio neoclásico de “tomadoras de precios” en mercados competitivos; en tanto que en el sector oligopólico, por el contrario, los precios, dentro de ciertos límites, pueden ser fijados unilateralmente por los oferentes. En este contexto, para el enfoque postkeynesiano la competencia quedará reducida (una vez superada la “guerra de precios”, que es una de las características fundamentales del “capitalismo competitivo”) a un mero reto por acceder y explotar las oportunidades de inversión más favorables.

Siguiendo la argumentación del enfoque postkeynesiano, la existencia de este sistema de “precios administrados” en el sector oligopólico, no solo determina la formación de los precios y la asignación de los recursos, también influye en la distribución de la renta entre el sector oligopólico y el sector competitivo sujeto a los movimientos del mercado internacional. De ahí que, en el planteamiento de los postkeynesianos, la formación de las tasas de ahorro de las familias y empresas se vea condicionada por este sistema de precios administrados. El reconocimiento por parte de los postkeynesianos, de un sistema en el cual coexisten un sector oligopólico, de precios administrados, y un sector competitivo, de precios flexibles, significó cambios radicales en la concepción del funcionamiento del sistema capitalista. Ello, además de los otros factores mencionados arriba, debilitó la capacidad analítica del modelo neoclásico de competencia perfecta.

En cuarto lugar, está el análisis que los postkeynesianos realizan sobre el papel del dinero y del crédito en la dinámica del sistema económico. Mientras que en la tradición neoclásica, incluidas sus variantes monetaristas modernas, el dinero es prácticamente ignorado en el proceso real de producción, debido a que su interés analítico se reduce a determinar los efectos que las variaciones en la oferta monetaria ejercen sobre la formación de los precios y la inflación; para el enfoque postkeynesiano, que en este punto seguirá los planteamientos teóricos de Keynes, el dinero adquiere una

³⁵ Ver Nell, E. (1992). *Transformational growth and effective demand: Economics alter the capital critique*, London, Macmillan, y Nell, E and Deleplace, G. (1996). *Money in motion: The post-keynesian and circulation approaches*, London, Macmillan.

importancia central en el momento de establecer la diferencia existente (y; por tanto, la potencial desconexión) entre el ahorro y la inversión y, de manera general, entre ingresos, por un lado, y gastos discrecionales y demanda efectiva, por el otro.

Por otro lado, para el planteamiento postkeynesiano la regulación endógena de las reservas de dinero disponible por parte de los bancos comerciales, desempeña un papel fundamental en el funcionamiento del crédito bancario. Este es un punto clave en su análisis del proceso de financiación y fondeo de la inversión y de su capacidad de crecimiento sostenido; y por tanto, importante para comprender la determinación del nivel de demanda efectiva y la naturaleza del ciclo económico.

5. Financiamiento y fondeo de la inversión

Efectivamente, en el marco analítico postkeynesiano, el crédito desempeña un papel fundamental en el sistema económico, ya que es capaz de dotarlo de mayor fluidez y elasticidad; facilitando así la corrección de los efectos desequilibradores que la inversión tiende a provocar en la producción y en el empleo (debido tanto a su comportamiento, en principio, inestable e irregular, como a su efecto desigual sobre el crecimiento de la capacidad productiva y la demanda efectiva); y en consecuencia, amortiguando, sino es que corrigiendo, los sesgos recesivos y expansivos del ciclo.

El papel del crédito es fundamental; por un lado, como mecanismo potencialmente corrector de la inestabilidad endógena del sistema, que de acuerdo con su marco analítico, se manifiesta en la dinámica del sistema capitalista (en forma de ciclos recurrentes, desempleo de la fuerza de trabajo y subutilización de la capacidad instalada); y por el otro, y como consecuencia de lo anterior, como garante de que la tendencia del crecimiento se aproxime de manera sostenida a las condiciones de pleno empleo del trabajo y del capital (esto es, para que la tasa de crecimiento de la demanda efectiva y de la inversión sea suficiente para mantener simultáneamente la senda del crecimiento *natural* y la *garantizada*).

En el modelo clásico la acumulación de capital se hace depender fundamentalmente del excedente producido por las empresas capitalistas. El ahorro generado internamente por éstas determina la expansión de la inversión³⁶. Por su parte, Marx ubica de manera clara la importancia de la formación del moderno sistema de crédito en el desarrollo capitalista, pues éste es capaz de introducir mayor flexibilidad en su funcionamiento al concentrar el excedente transitoriamente ocioso y disperso de las diversas empresas individuales³⁷, y ponerlo al servicio de la acumulación de manera continúa. Pero, este elemento no altera en nada el planteamiento básico de la *economía clásica*, según el cual las posibilidades de funcionamiento de la inversión dependen del *ahorro interno* generado por las empresas capitalistas. En efecto, se trata del crédito empresarial, que concentra lo que los postkeynesianos denominan ahorro; esto es, los fondos internos de las empresas que han entrado en el circuito financiero. Este crédito, distinto del *dinero crédito bancario*, mantiene el vínculo entre ahorro e inversión; es un *crédito interno* del sistema de producción. El crédito postkeynesiano, el *dinero crédito bancario*, por el contrario, no depende del excedente empresarial, del ahorro existente, es un crédito exógeno (dinero externo), que entra desde fuera, se crea (casi) de la nada. Al respecto, Guttmann dice:

*“A primera vista puede parecer un poco extraño considerar a la moneda como una forma de capital ficticio, pero un examen más profundo de este argumento nos revela su pertinencia. La moneda es, con toda evidencia, una forma de capital. De hecho, se la puede caracterizar como la encarnación del capital en movimiento en su forma más pura, ya que toda inversión toma la forma de un gasto presente con la intención de realizar una ganancia futura. Además, el dinero crediticio representa seguramente un capital financiero. [...], su creación depende de que los bancos presten su excedente de reservas. Pero la moneda ¿no es precisamente por esta razón un modo del préstamo del capital que da interés, en lugar de un capital ficticio? La respuesta correcta a esta pregunta es que el dinero crediticio, en particular la moneda bancaria privada, incluye características de los dos tipos de capital financiero. Nace a través de un préstamo bancario que transfiere simples signos monetarios (una chequera en este caso de su lugar de emisión (fuera del mercado) a los prestatarios, en cuyas manos se transforma en moneda. Pero este proceso, es decir, las operaciones de depósito y de préstamo de los bancos comerciales, contiene también aspectos de capital ficticio ya que [sostiene] la creación de dinero “fresco” a partir de depósitos que existen y circulan ya en el sistema bancario. Un dólar depositado crea otro dólar, prestado. En un régimen de dinero crediticio una gran proporción del capital monetario es entonces creado **ex nihilo**, a partir de nada, dentro del sistema bancario, como un adelanto contra un ingreso futuro, y no como expresión de un ingreso ya recibido, resultante de una acumulación exitosa del capital productivo. La dimensión de capital ficticio del dinero crediticio es reforzada por el hecho de que su creación está ligada muy frecuentemente a la adquisición por el banco central de los títulos de la*

³⁶ Recordemos que para los economistas clásicos el ahorro de los trabajadores es irrelevante, no solo por la magnitud tan pequeña de éste, sino también porque quien decide sobre la inversión, y por tanto, sobre la utilización del ahorro son los capitalistas. Este razonamiento más tarde también será sostenido por Kalecki. Respecto a esto último, véase Kalecki, M. (1984). Ensayos escogidos sobre la dinámica de la economía capitalista, Editorial Fondo de Cultura Económica, México. En particular, los Capítulos IX y X.

³⁷ Ver Marx, K. (1972). El capital, Editorial Fondo de Cultura Económica, México, Tomo III. En particular, Capítulos XXV y XXVII.

deuda pública, que procuran a los bancos comerciales un exceso de recursos prestables, que son el punto de partida, la materia prima, para la creación de la moneda bancaria privada”³⁸

El enfoque neoclásico, aunque desde un enfoque conceptualmente muy distinto al clásico, mantendrá un punto de vista relativamente similar a éste; esto es, hacer depender la inversión del ahorro interno. En general, esta escuela le concede una insuficiente atención al papel y a los efectos del sistema de crédito formado por los bancos comerciales; su tratamiento analítico se reduce a la teoría de los fondos prestables.

Ante este vacío del análisis neoclásico, Keynes primero, y los postkeynesianos posteriormente, resaltaron la importancia del sistema de crédito y los problemas relacionados con la liquidez del sistema bancario, tanto en relación con el funcionamiento de las empresas y el gasto público, como con la dinámica macroeconómica. Mediante la activación o retención de saldos, esto es, mediante la oportuna dosificación del crédito, el sistema bancario puede introducir importantes márgenes de flexibilidad en el desarrollo de la actividad económica. De esta forma, ante un súbito incremento en la demanda de efectivo, inducido por un incremento del gasto (trátase de gastos gubernamentales o de cualquier otro tipo de gasto discrecional), los bancos podrán poner sus recursos a disposición de los demandantes de los mismos, con el propósito de hacer frente a las exigencias de financiamiento adicional. Y, a la inversa, en el caso de una disminución de los gastos discrecionales; y por tanto, de la demanda de efectivo y de crédito, los bancos registrarán un aumento de sus reservas.

En el posible caso de que las reservas de los bancos comerciales resultaran insuficientes, el sistema bancario podría contribuir a flexibilizar el margen de maniobra financiera de las empresas, y en su caso, del gobierno mediante tres mecanismos: a) una renegociación de las deudas que permita posponer en el tiempo su pago; b) un incremento del crédito comercial; y/o c) una virtual caída de la tasa de interés real. Cualquiera de estos mecanismos, o una combinación de ellos, permitiría corregir la

³⁸ Guttman, Robert (2001). “Las mutaciones del capital financiero”, en Chesnais, F. (comp.), La mundialización financiera. Génesis, costo y desafío, Editorial Losada, Argentina, p. 92. El subrayado es nuestro.

contracción del gasto y de la demanda efectiva, así como sus efectos negativos sobre la producción y el empleo. En este proceso es decisiva la política que el banco central y la autoridad monetaria adopten, pues en la medida de que favorezca o, por el contrario, restrinja a través de la oferta monetaria y del crédito la formación de un nivel de demanda agregada suficiente, se podrá evitar una profundización de la recesión cíclica, permitiendo que la tendencia de largo plazo se acerque al pleno empleo. En caso contrario, y en una situación extrema, podría llegar a desembocar en una crisis de liquidez.

6. La política monetaria y los mecanismos de transmisión

Para los postkeynesianos, en contraposición con los monetaristas que consideran que la oferta monetaria puede ser controlada desde fuera, desde el banco central, los bancos comerciales siempre tienen acceso a las reservas del banco central, en una proporción suficiente para satisfacer la demanda de *dinero crédito*, procedente de las empresas solventes³⁹. En cuanto a la efectividad o no de la política monetaria, los postkeynesianos centran sus argumentos en dos aspectos: la demanda de dinero y el carácter endógeno de la oferta monetaria. Analicemos por separado cada una de estas variables.

6.1. El motivo financiación y el carácter inestables de la demanda de dinero

A los tres motivos que Keynes incluía en la función de demanda de dinero (transacción,

³⁹ En este punto, es importante mencionar dos de los aspectos controvertidos del enfoque postkeynesiano. El primero, se refiere a la concepción exógena del *dinero crédito*, a partir de la cual, según los economistas postkeynesianos, los bancos comerciales, en la práctica, e independientemente del *ahorro interno* generado por el sistema, podrían generar crédito en términos casi ilimitados, en respuesta a las necesidades de financiación de las empresas y el gobierno. Lo que implica que la inversión y el gasto en general, dejan de depender del ahorro interno generado por las empresas; esto es, se considera independiente. Dos, las ilimitadas posibilidades que los postkeynesianos le atribuyen a los déficits (estos es, a la financiación de los gastos, ya sean gubernamentales o de las empresas) para generar y garantizar un nivel de demanda agregada suficiente para sostener una tendencia de largo plazo de crecimiento equilibrado y de plena ocupación. Ver Rochon, Louis-Philippe (1999) *Credit, Money and Production. An Alternative Post-Keynesian Approach*, Edward Elgar Publishing, Inc., Northampton. En particular ver Capítulo 2, "Credit, money and post-Keynesian theory: Clarifications of familiar themes", pp. 42-81 y Moral. S. y Román M. (1994), op. cit., en particular ver capítulos 2 y 3.

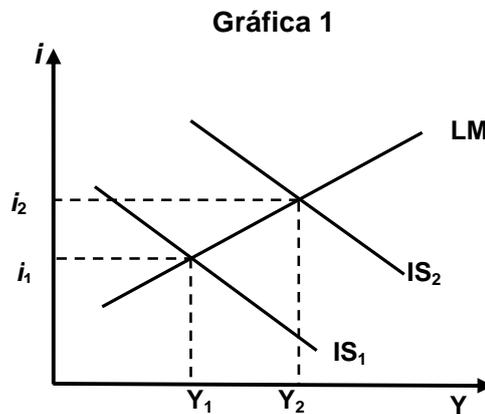
precaución y especulación) y que están presentes en su *Teoría General*, los postkeynesianos incluyen un cuarto motivo, que aquél consideró en sus escritos posteriores a la *Teoría General*, que es el motivo financiación. Keynes definió este motivo como aquél que las empresas llevan acabo en ocasiones, y como consecuencia de la existencia de una inversión planeada, para la cual se ven obligadas a tener que proveerse de los recursos financieros adecuados. Ello implica tomar las decisiones de inversión cuando disponen de fondos suficientes para ello. Si las empresas no cuentan con los recursos internos suficiente, es necesario que los bancos concedan crédito a éstas; de lo contrario, no podrán aplicar el proyecto que tenían planeado.

Partiendo de esta perspectiva, P. Davidson⁴⁰ introdujo dicho motivo en la demanda de dinero, concretamente lo relacionó con el motivo transacción. Por ello, este motivo depende no solo de la renta, como se suponía en el análisis keynesiano tradicional, sino que también va a estar en función de la tasa de interés. Este replanteamiento implica los siguientes cambios: 1) la función de demanda de dinero no es independiente de los cambios que se produzcan en el sector real de la economía; 2) la demanda de dinero por motivo transacción puede desplazarse tanto por alteraciones en la renta como en la tasa de interés; y 3) los deseos que tengan los empresarios, ya sea de mejorar las tecnologías que poseen o de ampliar sus negocios, provocaran alteraciones en el motivo transacción, pues para que al final se realice la inversión es necesario que el sistema bancario ponga a disposición de las empresas los fondos que ellas les demandan.

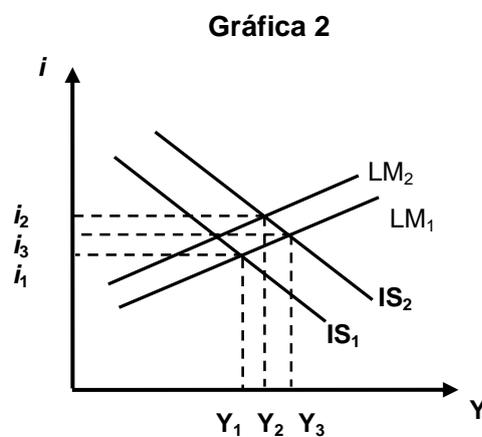
Mediante el esquema IS-LM explicaremos los efectos de estas implicaciones. En el enfoque ortodoxo de la IS-LM, si algún componente de la demanda agregada autónoma aumenta, la función IS se desplaza a la derecha, (de IS_1 a IS_2), tal como se expresa en la Gráfica 1. Este desplazamiento provoca un aumento en el nivel de la renta, acelerando así el motivo transacción y, en consecuencia, en el sector monetario, dada una oferta monetaria inalterada, se genera un aumento en la tasa de interés, con lo que

⁴⁰ Ver Davidson, P. (1990). "Keynes finance motive", en *The Collected Writings of Paul Davidson*, Vol. I, McMillan, London, Inglaterra, y Davidson, P. (1978). "Money and the real world", New York, John Wiley and Sons, Second Edition.

la demanda de dinero por motivo especulación disminuye. Esto explica que la función LM no sufra ninguna modificación, sino únicamente un movimiento a lo largo de la curva.



Desde la perspectiva postkeynesiana, este mecanismo es diferente. El aumento de alguno de los componentes autónomos de la demanda agregada supone un desplazamiento a la derecha de la función IS (de IS_1 a IS_2), como en el enfoque tradicional. Ello implica un nivel de renta y de tasa de interés mayores (i_3 y Y_3 , respectivamente), que influyen en el motivo financiación y, por tanto, en el motivo transacción, provocando que la demanda de dinero se reduzca. El efecto final de este proceso es un desplazamiento a la izquierda de la función LM (de LM_1 a LM_2), como se muestra en la Gráfica 2.



La explicación que Davidson dio a este comportamiento es que, la elevación de la renta hasta el nivel Y_3 genera en las empresas expectativas de beneficios mayores, lo que a su vez provoca una mayor demanda de dinero por parte de aquéllas, provocando una elevación en la tasa de interés, lo que finalmente conduce a una reducción de cierta parte de la nueva inversión, por lo que la renta al final del proceso no se expande tanto como originalmente se pensaba, quedándose solo en Y_2 , al cual le corresponde una i_2 (siendo $i_2 > i_3$).

Esta argumentación de Davidson parte del supuesto de que no se modifica el nivel de la oferta monetaria. Si por el contrario, el supuesto inicial fuera que el gobierno trata de alcanzar el objetivo de reducir, en la medida de lo posible, el nivel de desempleo, entonces éste debería incrementar la oferta monetaria. Se estaría, por lo tanto, endogeneizando dicha variable; de esta forma, la función LM se desplazaría hacia la derecha permitiendo mantener el nivel de renta en Y_3 (con una $i_3 < i_2$). La oferta monetaria adquiere un carácter endógeno, lo que hace distinto al planteamiento postkeynesiano sobre la demanda de dinero respecto a los enfoques keynesianos monetaristas derivados de la *síntesis neoclásica*.

6.2. El crédito bancario y el carácter endógeno de la oferta monetaria

Para explicar el argumento de la naturaleza endógena de la oferta monetaria que sostienen los postkeynesianos⁴¹, agruparemos a dichos teóricos en dos grupos, denominados por ellos mismos como la postura acomodaticia (horizontalistas) y la postura estructuralista⁴².

⁴¹Cabe señalar que el carácter endógeno de la oferta monetaria fue planteado por Keynes en la mayoría de sus escritos, excepto en la *Teoría General*.

⁴² Al respecto ver Pollin (1991). "Two theories of money supply endogeneity: some empirical evidence", *Journal of Postkeynesian Economics*.

6.2.1. Planteamiento acomodaticio: Oferta monetaria endógena tasa de interés exógena

En esta vertiente⁴³ se incluye a todos aquellos autores que defienden la tesis de que el banco central puede actuar siempre como prestamista de última instancia y, en consecuencia, siempre va a conceder los préstamos que le soliciten los bancos comerciales. El objetivo de este comportamiento es doble: por un lado, actuando así el banco central permite que el sector real de la economía se expanda, originando que el nivel de empleo se eleve; y por el otro, se evita una crisis financiera, cuyos efectos son altamente desestabilizadores. De esta forma, la autoridad monetaria, sin desearlo, se ve obligada a suministrar a los bancos los recursos adicionales que se le soliciten. La consecuencia de este comportamiento es que el banco central debe influir sobre la cantidad de dinero a través de otra variable que si puede controlar, la tasa de interés.

En este análisis se supone que las entidades crediticias están dispuestas siempre a prestar cualquier cantidad que se les solicite, para obtener así el mayor volumen de beneficios posibles. Sin embargo, este comportamiento, en ocasiones las lleva a que presten dinero por encima de sus posibilidades, lo que las coloca en una situación difícil para cumplir con las exigencias legales respecto a los coeficientes de reservas; situación que los obliga a recurrir al banco central. Si éste no les presta los fondos requeridos, podrían incurrir en una bancarrota, generando inestabilidad, e incluso crisis de liquidez en un caso extremo. Para evitarlo, el banco central termina por otorgar los recursos solicitados por la banca comercial, provocando que la oferta monetaria adquiera un carácter endógeno.

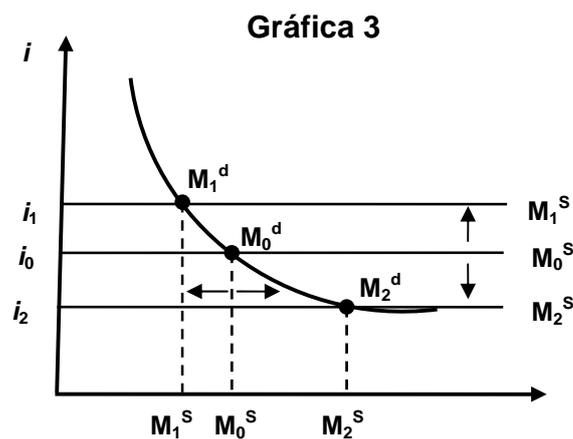
Uno de los primeros defensores de esta postura fue Kaldor⁴⁴, quien señalaba que la oferta monetaria se convierte en una línea horizontal dependiendo de las variaciones en la tasa de interés, como se muestra en la Gráfica 3. Para los autores de esta vertiente acomodaticia, la tasa de interés es una variable perfectamente controlable por la

⁴³ En esta vertiente se incluyen los trabajos de Kaldor, Weintraub, Moore, Lavoie. Se considera que las contribuciones de Goodhart, Groves- Eichner, Howells-Bain, Eichner, entre otros, se reconcilian con esta posición. Sobre esta clasificación ver Rochon (1999), op. cit., p. 157.

⁴⁴ Ver Kaldor, N. (1986). "The scourge of monetarism", Oxford University Press, Oxford.

autoridad monetaria, lo que le da un carácter exógeno. Partiendo de esta concepción, Kaldor afirma que la función de oferta de dinero no es vertical, como lo sostienen los análisis monetaristas ortodoxos.

Recapitulando, para los teóricos del enfoque acomodaticio, la cantidad de dinero va a depender de que el banco central ejerza o no su función de prestamista de última instancia y de las variaciones de la tasa de interés. A través de las operaciones de mercado abierto ésta última variable podrá ser modificada, defendiendo así su carácter exógeno. De ahí que para estos postkeynesianos, el objetivo intermedio de la política monetaria sea la tasa de interés y no la oferta monetaria.



6.2.2. Planteamiento estructuralista: Estructura de deudas, tasa de interés endógena e inestabilidad financiera

Los postkeynesianos de la vertiente estructuralista⁴⁵ consideran que el banco central no tiene porque comportarse siempre como prestamista de última instancia. Además, argumentan que en algunas situaciones, la autoridad monetaria no es capaz de manipular la tasa de interés mediante operaciones de mercado abierto, ya que la existencia de información incompleta o el mismo comportamiento de los agentes

⁴⁵ En esta vertiente se consideran los trabajos de Davidson, Minsky, Pollin, Pallery, Rousseas, Dow, Wray, entre otros.

económicos pueden entorpecer el objetivo de elevar o disminuir la tasa de interés, lo que los lleva a sostener que la tasa de interés es una variable endógena.

El enfoque estructuralista⁴⁶ sostiene que son las entidades crediticias, quienes para evitar ciertos requisitos de control respecto a las regulaciones aplicadas por el banco central, crean su propia deuda, provocando así una elevación de la tasa de interés⁴⁷, que afecta negativamente a la inversión. Este comportamiento de la banca comercial puede ocasionar problemas en el balance de resultados de estas instituciones, lo que obliga al banco central a tutelar el sistema y ser permisivo con la cantidad de dinero para evitar posibles bancarrotas, que desestabilicen al sistema.

Los primeros aportes del enfoque estructuralista se encuentran en los trabajos de Minsky⁴⁸, quien, al igual que Davidson y Leijonhufvud, parte de un sistema capitalista en el cual no existe un subastador (walrasiano) que proporcione información completa, oportuna y gratuita sobre los precios de equilibrio en cada mercado, y donde no existe, por tanto, el recurso de la recontractación. Su marco analítico parte de la existencia de una economía capitalista monetaria, con un complejo y sofisticado sistema financiero, donde la acumulación de capital constituye el elemento central de la dinámica macroeconómica, y existe la posibilidad de que ocurran crisis financieras.

Al contrario de lo que sostienen los neoclásicos, Minsky afirma que este tipo de economía genera espontáneamente, y de manera recurrente, situaciones críticas de desempleo cuando los mercados son dejados a las libres fuerzas de la oferta y la demanda. No obstante este carácter inestable, este economista sostiene que dichas crisis pueden evitarse mediante una combinación adecuada de las políticas monetaria y fiscal.

⁴⁶ Los autores más representativos que defienden este planteamiento son Minsky, Rousseas y Early.

⁴⁷ Ver Rochon (1999). op. cit., p. 181.

⁴⁸ Al respecto ver Minsky, H. (1957a) "Monetary Systems and Accelerator Models", *American Economic Review*, núm. 47 (6), pp. 859-883. Minsky, H. (1957b) "Central Banking and Money Market Changes", *Quarterly Journal of Economics*, núm. 71 (2), pp. 171-187. Minsky, H. (1975) "John Maynard Keynes", New York, Columbia University Press, De este trabajo existe una versión en español, titulada *Las Razones de Keynes*, editada por Fondo de Cultura Económica, México, 1987. Minsky, H. (1982) "Can 'It' Happen Again", *Essays on Instability and Finance*, Armark, New York, M.E. Sharpe.

En su teoría de la inestabilidad inherente del sistema capitalista, Minsky⁴⁹ parte de la teoría de la inversión de Keynes, según la cual la compra de activos productivos depende de la relación existente entre su valor en el mercado financiero y su precio de oferta en el mercado real⁵⁰. En este contexto, el desempleo sería el resultado de una insuficiencia en la inversión, la que a su vez es provocada por una subvaluación de los activos de capital en el mercado financiero.

La valuación de los títulos en el mercado financiero está expuesta a fluctuaciones cíclicas debido a la forma en que operan las instituciones bancarias, y porque en las economías capitalistas se desarrollan estructuras de deudas que resultan incobrables si los mercados se dejan a las libres fuerzas de la oferta y la demanda. Al respecto Minsky dice:

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

Cada unidad económica tiene decisiones de cartera. Una decisión de cartera tiene dos aspectos interdependientes. El primero se vincula a cuáles activos deben tenerse, administrarse o adquirirse; el segundo se vincula al modo en que la posición en esos activos -esto es, la propiedad o el control sobre ellos- ha de financiarse. ... En el lenguaje actual, los activos y los pasivos dan lugar a una secuencia fechada de flujos de efectivo previstos, esto es, a cobros o pagos de efectivo”⁵¹.

Como vemos, para Minsky, las interrelaciones financieras constituyen un elemento central en el funcionamiento de la economía capitalista; por ello, el dinero y el sistema monetario deben constituir el punto de partida natural de la teoría económica. Pero, la importancia especial del dinero en una economía capitalista no obedece al hecho de que sea el medio de pago; representa una variable clave porque determina el volumen de la producción, del empleo, de la inversión y el nivel de los precios, y esto es posible gracias a las interrelaciones desarrolladas por el sistema financiero en una economía capitalista⁵². Al respecto, Minsky dice:

“La especulación en torno al valor de los bienes de producción es característica de una economía capitalista. El paradigma adecuado de una economía capitalista...; el paradigma pertinente es un sistema con una City o un Wall

⁴⁹ Ver Minsky, H. (1982). op. cit.

⁵⁰ Keynes, J.M. (1987). op. cit., p. 125.

⁵¹ Minsky, H. (1987) Las Razones de, p. 80.

⁵² *Ibíd.*, p 82.

*Street donde la posesión de bienes tanto como las transacciones corrientes se financian con deudas*⁵³.

En consecuencia, la economía, como un conjunto de agentes económicos, posee activos que generan una corriente de ingresos, y pasivos que dan origen a una corriente de obligaciones. En el caso de las empresas, hoy funcionan con obligaciones de pago heredadas del pasado, y sus decisiones de inversión en el presente determinan las obligaciones que enfrentarán en el futuro. Para hacer frente a sus deudas, las empresas cuentan con tres fuentes de recursos: sus utilidades, sus activos y el financiamiento bancario. En el caso de que sus utilidades no crezcan lo suficiente, las empresas se verán obligadas a solicitar nuevos créditos a los bancos o a vender una parte de sus activos físicos.

Para que una estructura de deudas se cumpla, es necesario que las utilidades esperadas se realicen; y para que ello suceda se requiere que en la economía haya un nivel adecuado y suficiente de inversión, ya que de ésta depende la generación de ingresos. Pero la estructura de deudas condiciona la inversión, ya que aquélla determina la distribución de las utilidades; esto es, el monto a los acreedores, a los accionistas, y cuánto a la acumulación de capital (expansión de la capacidad productiva, etc.). Si la estructura de deudas de una empresa compromete una alta proporción de las utilidades, y la inversión se contrae, esto provocará una caída de los ingresos que puede tener un efecto desestabilizador en cascada al reducir las utilidades de otras empresas y generar una serie de moratorias encadenadas⁵⁴. En una situación así, son de suma importancia las políticas que apliquen las instituciones financieras, las cuales dependerán de las decisiones que tomen las autoridades monetarias, cuyo margen de maniobra, de acuerdo con los teóricos de la vertiente estructuralista, solo estará dado por la expansión de la oferta monetaria; ya que sobre la tasa de interés, por considerarla como una variable endógena, los bancos centrales tienen capacidad limitada para controlar las variaciones de ésta. Para evitar una situación como esta, Minsky recomienda aplicar una combinación de política monetaria y fiscal tendiente a mantener estables las cotizaciones de las empresas en el mercado

⁵³ Ibid., p. 82. El subrayado es nuestro.

⁵⁴ Ibid., p. 98

financiero y estimular de manera permanente la acumulación de capital real. Con este propósito, la política monetaria debe evitar fluctuaciones bruscas de la tasa de interés, mediante la expansión de la oferta monetaria; en tanto que la política fiscal debe procurar la estabilización de las utilidades de las empresas.

De acuerdo con el análisis de Minsky, las empresas pueden ser de tres tipos: 1) Las empresas financieramente cubiertas, que son aquellas cuyos ingresos siempre exceden a sus obligaciones, de tal forma que no es necesario, si así lo deciden, recurrir al financiamiento adicional externo; 2) Las empresas especulativas, cuyas obligaciones en una etapa inicial exceden a los ingresos y, por ello, requieren de financiamiento adicional para cubrir las amortizaciones de sus deudas, pero superada esta etapa inicial, generan ingresos suficientes para cubrir todas sus obligaciones y; 3) Las empresas *Ponzi*, que son aquellas que requieren financiamiento tanto para cubrir la amortización de sus deudas en una fase inicial, como para pagar los intereses, aunque a largo plazo sus ingresos excedan a sus obligaciones⁵⁵.

A cada tipo de empresa, la inestabilidad en el mercado de créditos le afecta de diferente forma. Si las tasas de interés suben, las empresas financieramente cubiertas son las menos afectadas debido a que sus obligaciones no aumentan, ya que no requieren créditos adicionales para operar. No obstante, el valor de mercado de sus acciones decrece, como consecuencia de que sus utilidades futuras se capitalizan a una tasa de interés mayor. En el caso de las empresas especulativas, un alza en el tipo de interés tiene efectos más graves, debido a que no solo disminuye su valor de mercado, que provoca el alza en la tasa de interés a la que se descuentan sus utilidades futuras, sino también porque los ingresos esperados disminuyen al elevarse el costo del financiamiento adicional que requieren para seguir operando. Por su parte, las empresas *Ponzi*, se enfrentan a una situación similar, que se agrava por el hecho de que requieren de créditos adicionales no solo para cubrir las amortizaciones de sus deudas, sino también para cubrir los intereses de las deudas contraídas con anterioridad.

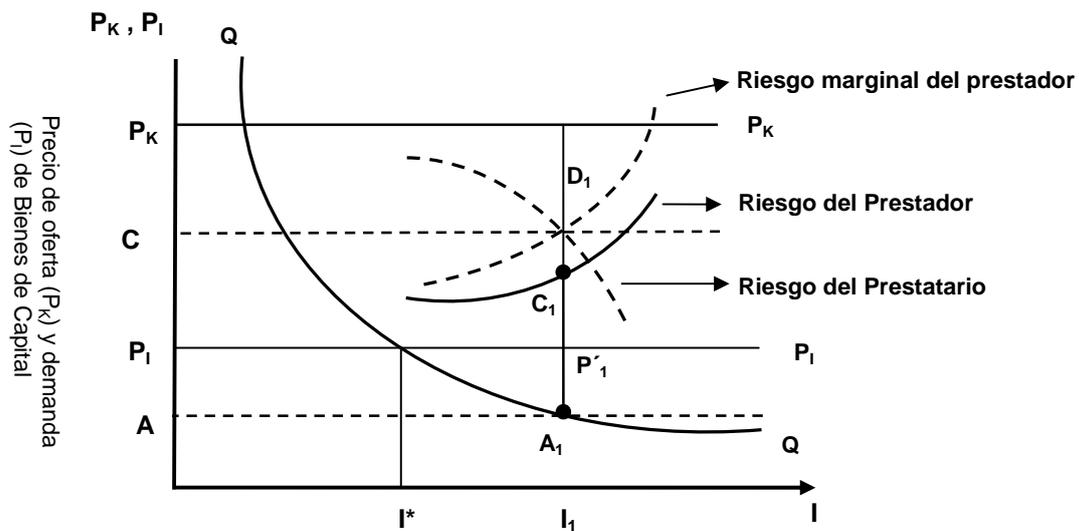
Mediante la gráfica 4, diseñada por Minsky, se explica la argumentación de éste sobre el comportamiento del financiamiento y de la inversión de una empresa normal. Si la empresa decidiera comprar I_1 de inversión ($I_1 > I$) a P_1 , la proporción $P_1 I_1 - Q$ (utilidades futuras probables) será financiada con deuda. En una situación así, aumenta tanto el riesgo de prestatario como el del prestador, pues a las utilidades probables futuras, que presentan incrementos marginales menores a medida que se incrementa la inversión [porque el precio de oferta de los bienes de capital (P_k) es mayor al precio de demanda de estos bienes (P_1)] habrá que descontarle el pago de intereses y la amortización de la deuda. En estas condiciones, la empresa se comprometerá a pagar efectivo futuro, en forma de diversos flujos, a cambio de $P_1 I_1 - Q$ de efectivo corriente. Si la empresa tuviera exceso de efectivo corriente o de títulos negociables, y lo usara para financiar adquisiciones o mantenerlo ocioso, tal decisión sería entendible en un mundo de incertidumbre donde existen razones para que una empresa o familia con deudas, posea también dinero ocioso y otros activos financieros, esto es, otras deudas de la unidad.

Esta posición de efectivo y activos financieros aísla en parte, las operaciones normales de las empresas de las fluctuaciones del mercado; cuando esos activos de efectivo disminuyan, se reducirá la protección de la empresa. La disminución de ese efectivo es equivalente a un aumento en las deudas; ambos cambios representan una señal de la modificación de los factores externos, que amenazan la capacidad de la empresa para cumplir con sus compromisos o para realizar sus planes; ha disminuido el margen de seguridad y aumentado el riesgo.

La estructura de las empresas en una economía capitalista presenta constantes cambios, pues varios son los factores que influyen para que una empresa cubierta financieramente tienda a convertirse en el transcurso del tiempo, en una empresa

Gráfica 4

⁵⁵ Minsky, H. (1982) "The Financial Instability Hypothesis: Capitalist Processes and Behavior" , en Ch. P.



especulativa, o en una *Ponzi*. Además, es muy frecuente que los propios bancos induzcan a estas empresas a realizar ambiciosos proyectos de inversión a largo plazo, que las convierten automáticamente en empresas especulativas o *Ponzi*. Es evidente que en una economía donde predominan este tipo de empresas, su sistema financiero está sometido a altas fluctuaciones, que terminarán por debilitar su estructura.

En el marco del ciclo económico, Minsky explica cómo es que se genera la estructura de deudas que da origen a una crisis financiera. En el desarrollo de un auge los pasivos se expanden a tres niveles: 1) las empresas expanden su actividad basada en el financiamiento por deudas; 2) las familias y las empresas reducen su efectivo y su posesión de activos líquidos en relación con su deuda; y 3) las instituciones bancarias incrementan sus préstamos a expensas de la posesión de valores, en especial deuda pública. Es muy común que, de manera creciente, los bancos dependan de la administración de sus pasivos para acoger deudores; mientras que las empresas deudoras inician una activa administración de pasivos para financiar su posición de activos.

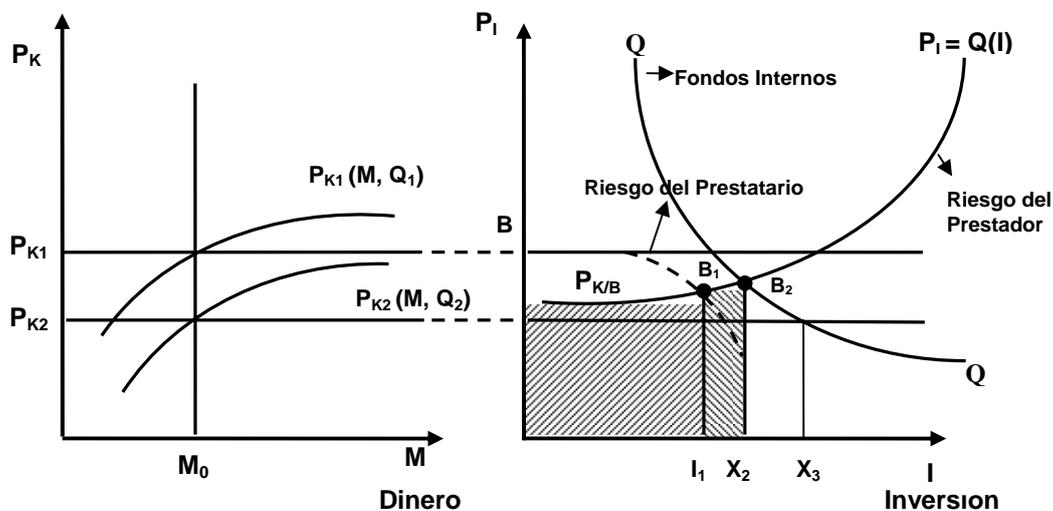
En la gráfica 5 se muestra la situación de una empresa en proceso de reconsideración de una estructura de endeudamiento deseable posterior a una crisis. En el punto P_{K1} (M, Q_1) y M_0 de dinero, el precio de mercado de los bienes de capital es sumamente elevado para que sea posible un financiamiento positivo por deuda. En estas circunstancias los deudores potenciales, considerando su riesgo, sólo desearán OI_1 de inversión. Cuidando una reestructuración conservadora del balance, se podría; por ejemplo, decidir que de los fondos internos previstos (Q) se gastará OBB_1I_1 en inversión, en tanto que $I_1B_1B_2X_2$ se usará para cancelar deuda o adquirir activos financieros. En tal situación, si el ingreso que generarán los fondos internos previstos de Q requirieran de una inversión agregada mayor a I_1 , los fondos internos logrados serían menores que los previstos. La mejora deseada en los balances no podrá lograrse, y es muy probable que se desate un proceso deflacionario de ingreso y deuda recurrente.

Si P_{K2} (M, Q_2) fuera la relación que determina el precio de los bienes de capital, la totalidad de los fondos internos previstos se usará para cancelar deuda o para adquirir activos financieros. En una situación así, el punto máximo de la curva P_{K2} (M, Q_2) es menor que el punto mínimo de la curva $P_1 = Q(I)$, la cual presenta un tramo casi horizontal, que genera una especie de trampa de la liquidez. En estas circunstancias, y suponiendo que la impotencia de la política monetaria no exige que la tasa de interés sobre deuda pública permanezca constante cuando aumenta la oferta de dinero; entonces, aún cuando la tasa de interés siga bajando al aumentar la oferta de dinero, la tasa de capitalización aplicada a los bienes de inversión [$P_1 = Q(I)$] puede no bajar lo suficiente para inducir la inversión.

La complejidad e interdependencia de las operaciones financieras es mayor cuando las instituciones financieras no bancarias (incluyendo a alguna empresas) usan deuda bancaria; esto es, deuda de mercado abierto y bonos de largo plazo, para adquirir deudas. Esto genera un sobre-apoyo de deudas, que se sustenta en los rendimientos esperados por las empresas al producir ingresos⁵⁶.

Gráfica 5

⁵⁶ Minsky, H. (1987). op. cit., p. 134.



La expansión de la intermediación financiera y de los mercados secundarios introducen otro tipo de activos que se pueden tener en cartera como activos líquidos y que, por tanto, son sustitutos del dinero. Este incremento en la intermediación financiera puede elevar el precio de los bienes de capital con respecto al precio de la producción corriente (precio de oferta). Ello es así, según Minsky, porque los banqueros son innovadores que siempre buscan aumentar la oferta de financiamiento a partir de una base monetaria dada. Al aumentar los medios de pago en circulación con un monto de títulos financieros estable, los bancos presionan al alza las cotizaciones de los valores accionarios⁵⁷, lo que estimula a las empresas para realizar nuevas inversiones; en otras palabras, la mayor oferta de fondos por parte de los bancos genera un aumento en la demanda de créditos.

En un ambiente como éste, la especulación influye en el ánimo de los agentes económicos. En primer lugar, los dueños de los bienes de capital especulan con la inversión financiada con deuda y con las posiciones⁵⁸ basadas en la existencia de bienes de capital. En segundo, los bancos y otras instituciones financieras especulan con la cartera de activos que poseen y con la cartera de pasivos que adeudan. En

⁵⁷ Este aumento en la cotización de los valores permite que las empresas incrementen sus obligaciones sin deteriorar la relación pasivos/capital.

⁵⁸ Se denomina "posiciones" al proceso de vender pasivos o activos financieros para cumplir compromisos de pago.

tercer lugar, las empresas y las familias especulan con los activos financieros que poseen y con la forma de financiar su posición en esos activos.

Durante el auge, es probable que disminuya la demanda especulativa de dinero, debido a que las carteras se componen de una mayor proporción de posiciones financiadas mediante deudas. Al respecto, Minsky dice:

“Los dueños de bienes de capital comprometen mayores proporciones de los flujos de efectivo que esperan por concepto de operaciones, sus Q [utilidades] para el pago de compromisos financiero CC. Los bancos incrementan su propiedad de préstamos a expensas de las inversiones, y mediante una administración activa de pasivos incrementan su escala de operaciones para determinadas reservas de efectivo. Otras instituciones también incrementan su escala de operaciones buscando activamente fondos. Las familias y las empresas sustituyen el dinero mediante activos financieros, que no son dinero, como sus reservas líquidas⁵⁹ .

Así, tanto las empresas como las instituciones financieras (bancarias y no bancarias) con estructuras de pasivos complejas, desarrollan compromisos de pago de efectivo que exceden los ingresos de efectivo a obtener en el corto plazo, ya sea por contratos que poseen o por concepto de operaciones. Si bien en la primera fase del auge, la inversión, el ingreso y las utilidades suben, también es cierto que el financiamiento tiende a aumentar a un ritmo más acelerado que aquéllas variables. Ello se debe a que los proyectos de inversión tienen un periodo de maduración antes de empezar a generar ingresos, y en ese lapso las empresas se ven obligadas a solicitar nuevos préstamos para cubrir el servicio de sus deudas acumuladas.

Por otro lado, a medida que las innovaciones financieras se expanden en el conjunto de la economía, las tasas de interés son menores en comparación con las que prevalecerían si dicha innovación no se hubiera dado. Sin embargo, a medida que el efecto de la innovación disminuye y la oferta de financiamiento regresa a su nivel normal de crecimiento, las tasas de interés comienzan a elevarse debido a que el mayor nivel de endeudamiento y el rezago en la percepción de utilidades de las empresas, obliga a éstas a demandar mayores recursos financieros para cumplir con sus obligaciones de las deudas contraídas durante la primera fase del auge.

⁵⁹ Minsky, H. (1987). op. cit., p. 135.

Es muy probable que la expansión financiera haya generado presiones inflacionarias, e incluso que las autoridades monetarias hayan permitido el incremento en las tasas de interés con el propósito de contraer la demanda de crédito. El aumento en las tasas de interés provoca dos efectos: por un lado, una elevación en el precio de oferta de los bienes de capital en el mercado real, debido al costo financiero que implica para las empresas productoras de bienes de capital y; por el otro, una reducción en el precio de los activos en el mercado financiero.

Con el incremento en las tasas de interés, el estímulo a la inversión productiva desaparece; la demanda agregada se contrae, lo que provoca una caída en las utilidades que impide que las empresas cumplan con sus obligaciones en la forma prevista. En estas condiciones, la disponibilidad de dinero a bajo costo por parte de las instituciones bancarias puede evitar un colapso financiero, al permitir a las empresas hacer frente a la estructura de deudas heredadas del pasado y, al mismo tiempo estimulando nuevas inversiones.

Recapitulando, tanto en la vertiente acomodaticia como en la estructuralista el papel del banco central es fundamental, sin embargo, existe una diferencia significativa en cuanto al carácter de la tasa de interés; mientras que para la postura acomodaticia la tasa de interés es una variable exógena, para los estructuralistas ésta tiene un carácter endógeno. No obstante esta diferencia, podemos decir que para todos los teóricos postkeynesianos, la efectividad de la política monetaria es relativa, ya que al incluir; por un lado, el motivo financiación en la demanda de dinero, ésta adquiere un carácter inestable; y por el otro, al considerar la oferta monetaria como una variable endógena, el banco central pierde poder de control sobre ésta. En este marco, es clara la estrecha relación que guardan los sectores real y monetario de la economía.

CONCLUSIONES

Durante el siglo XVII y principios del XVIII predominó la visión *monetaria* de la tasa de interés, que afirmaba que ésta estaba determinada por la cantidad de dinero. J. Locke, J. Law y W. Petty afirmaban que la tasa de interés era el precio pagado por el alquiler del dinero, y que su nivel sería menor cuando la cantidad de dinero se elevara; es decir, establecieron una relación inversa entre la tasa de interés y la cantidad de dinero.

Hacia mediados del siglo XVIII, con las investigaciones de R. Cantillon, D. Hume y J. Turgot surge el análisis *real*. Las críticas de estos autores a las tesis monetarias de los primeros mercantilistas (metalistas) transformaron radicalmente la teoría del interés hasta entonces ampliamente aceptadas. Las concepciones *reales* del interés sostenían que un aumento en la cantidad de dinero generaba temporalmente, una reducción en el nivel de la tasa de interés.

Esta visión tiene su sustento analítico en la teoría cuantitativa del dinero clásica, que afirma que los incrementos en la cantidad de dinero se reflejan en incrementos proporcionales en el nivel de precios; pero ello genera desequilibrios. En tales circunstancias, es necesario que la tasa regrese a su nivel original para restablecer el equilibrio. Entonces, si a precios más altos se incrementa la demanda de préstamos, para restablecer el equilibrio, es necesario que la demanda de préstamos se iguale con la oferta de dinero, con lo cual se restablecería el equilibrio.

La teoría clásica del interés avanzó en tres aspectos analíticos centrales para el posterior desarrollo de la teoría monetaria. En primer lugar, la tesis de la rigidez en la relación dinero-precios es sustituida por una idea más flexible basada en el *Efecto Cantillon*, que pronostica un efecto diferenciado sobre los precios de un incremento de la cantidad de dinero en la economía. En consecuencia, las variaciones en la cantidad de dinero no sólo alteran el nivel de los precios, sino además modifican su estructura. Esta idea fue retomada por Hume, y

posteriormente por los economistas clásicos. Segundo, la relación tasa de interés-dinero es remplazada por la identificación de la tasa de interés con el rendimiento del capital real. Pero este cambio requería que el concepto del “capital” dejara de tener una acepción contable, para tomar el significado de categoría económica. De esta forma, hacia finales del siglo XIX y principios del XX, el interés pasó a ser una deducción del beneficio empresarial, concepto que posteriormente es retomado por las teorías del excedente productivo. Por otro lado, al distinguirse de los préstamos en dinero aquellos destinados al gasto en consumo, de los que se destinan a gastos en bienes y servicios productivos, se dio paso a las primeras concepciones que asociaban la tasa de interés y el capital real. Estas reflexiones las iniciaron Hume y Turgot, mismas que fueron retomadas por los economistas clásicos. Los clásicos argumentarían que la tasa de interés está determinada por las *mismas fuerzas* que gobiernan a la tasa de beneficio del capital, de donde derivaron un concepto de “dinero neutral”. El razonamiento es el siguiente: como la tasa de rendimiento de la inversión no se ve afectada por las variaciones en la cantidad de dinero, la tasa de interés tampoco se ve afectada. Tercero, el concepto de ahorro fue sujeto de un análisis amplio por parte de Hume y Turgot; hecho sorprendente si consideramos que antes de éstos teóricos no había sido parte de las discusiones, aunque como veremos tampoco después se le prestó mayor atención. Así, los economistas clásicos seguían sosteniendo que solo el ahorro (voluntario) generaba capital “inmediatamente”; esto es, que la decisión de ahorrar equivale a la decisión de invertir. En otras palabras, el ahorro se transforma en capital (real) sin ningún problema, es decir, ahorrar equivale a crear capital (real) directamente.

Para Turgot era insuficiente la afirmación de que el dinero prestado “es dinero ahorrado”, al respecto él afirmaba que los fondos proporcionados por el capitalista representan simplemente “anticipos”, que es la condición básica de la producción. Así, el capitalista percibe interés porque sirve de puente entre el intervalo que comprende el esfuerzo productivo y el producto final. Esto es, vincula el concepto de interés al hecho más elemental de la producción, “adelantar dinero”. Sin

embargo, Smith en su sinterización de la teoría no captó el contenido de la reflexiones de Hume y Turgor.

La tesis central de la teoría clásica del interés se redujo a la afirmación de que la tasa de interés estaba determinada por el mercado de préstamos o de bonos. De esta forma, la tasa monetaria de interés quedaba determinada por la oferta y demanda de fondos prestables; donde la oferta se identifica con el ahorro y la demanda con la inversión. Por otro lado, la concepción de los economistas clásicos sobre las funciones del dinero también influyó en sus análisis de la tasa de interés y del papel del crédito. Al priorizar la función de medio de pago del dinero (“uso racional”), se restó atención al atesoramiento como fuente de *financiamiento de la inversión*, pero tampoco se consideró que ésta función la podía cumplir el crédito bancario inflacionario (ahorro forzoso).

La teoría clásica tradicional del interés tenía sus bases en las aportaciones de Thornton, Ricardo y J. Stuart Mill, quienes la ubicaron en el mercado de préstamos; es decir, con excepción de Ricardo, la estudiaron suponiendo una economía basada exclusivamente en el crédito. Partiendo de este supuesto, Wicksell elabora una explicación más acabada de la tasa de interés de los préstamos (mecanismo indirecto), sintetizando con ello una larga tradición (que se vio interrumpida) iniciada por Thornton. De ahí que la obra de Wicksell se convirtiera en el punto de partida de otros economistas prekeynesianos, como Robertson, Ohlin y Hawtrey, quienes avanzaron en el análisis no sólo de la tasa de interés, sino también en el papel del crédito bancario y la función de la banca central.

Por su parte, Keynes propone, en su *Teoría general*, una teoría monetaria de la tasa de interés, en la cual el dinero y la tasa de interés forman parte integral de una teoría general de la determinación del empleo. En este marco, la tasa de interés es un fenómeno monetario, un pago por el uso del dinero, y no el pago por

dejar de consumir en el presente; es decir, no es el pago por la “espera”, como lo concebían los economistas clásicos.

Esta concepción sobre la tasa de interés permite a Keynes introducir el dinero en el análisis del sistema económico, lo que constituye una propuesta de integración del dinero con la teoría de la producción y el empleo; en otros términos, le permite relacionar la teoría monetaria con la teoría del valor. Ello es así, debido a que en el modelo de Keynes la tasa de interés constituye uno de los principales determinantes del nivel de la inversión (con una relación inversa entre ambas), ya que de acuerdo con el principio de la demanda efectiva, un incremento en el nivel de la ocupación requiere de un aumento en la inversión. Ello, explica que Keynes propusiera que el banco central regulara la tasa de interés, mediante el control flexible de la oferta monetaria. Reconociendo la capacidad del sistema bancario para influir en el nivel de la oferta monetaria a través de los depósitos y, con ello, la posibilidad de reducir la tasa de interés. En caso de no suceder esto, según Keynes, el banco central cuenta con otros mecanismos, como las operaciones de mercado abierto ,para inducir una baja en la tasa de interés, al nivel que estimule un incremento en la inversión y, con ello, en el nivel de empleo, mecanismo que no fue aceptado por los autores clásicos.

La tasa de interés como fenómeno monetario, está determinada por la oferta y demanda de dinero. La demanda expresa el deseo por poseer el único activo perfectamente liquido; es decir, expresa la preferencia por la liquidez. Quien lo desea debe pagar un *precio* a quien lo posee, debe pagársele una *recompensa* por desprenderse de él; ese precio o recompensa es la tasa de interés. Ahora bien, si el deseo de poseer efectivo no coincidiera con la cantidad de dinero disponible, el exceso que se produjera (ya sea por el lado de la oferta o la demanda) tiene dos posibles soluciones: una, consiste en modificaciones de la tasa de interés; la otra, se refiere a variaciones en la cantidad de dinero. En ambos casos, solo la autoridad monetaria (ya que los individuos no pueden crear dinero) esta en posibilidad de inducir una disminución de la tasa de interés mediante un

incremento en la oferta monetaria, satisfaciendo de esta forma, el incremento en el deseo de liquidez.

En el modelo de equilibrio general se concibe a la tasa de interés como un fenómeno real. Esto significa que la tasa de interés no se ve afectada por variaciones en la oferta monetaria; es decir, el dinero es neutral con respecto a las variables reales y su efecto sólo se expresa a través de los precios, lo que implica que el pleno empleo está asegurado.

Inmediatamente después de la publicación de la *Teoría general* de Keynes, surge una interpretación de su teoría que se convirtió en el modelo dominante de la teoría macroeconómica y de la política económica, desde la posguerra y hasta finales de la década de los sesenta. Hicks y Hansen, entre otros, fueron originalmente quienes desarrollaron esa interpretación, pero también hicieron aportaciones importantes en ese sentido, Modigliani; Klein y Samuelson. El resultado fue el enfoque denominado *Síntesis Neoclásic-Keynesiana*, que tiene como sustento analítico el modelo IS-LM. Este esquema se constituye en una asimilación del pensamiento de Keynes a la teoría neoclásica de los precios y a la teoría cuantitativa del dinero, lo cual fue posible gracias a la omisión de algunos postulados fundamentales de la *Teoría general*.

Para los keynesianos de la síntesis neoclásica la determinación del carácter real o monetario de la tasa de interés es independiente del modelo de la preferencia por la liquidez o del modelo de los fondos prestables, debido a que dicho problema se plantea en el marco del equilibrio general, en el cual el dinero es introducido como un bien más y, en consecuencia, la tasa de interés es concebida como otro precio más, el del dinero.

Bajo este marco analítico, los argumentos de los keynesianos de la *Síntesis* se centran en la tesis de que el desempleo es sólo un estado temporal de la economía, ya que si la economía permanece con desempleo por un largo periodo,

por sí sola regresará al pleno empleo. En este punto, el *Efecto Pigou* se constituyó en el recurso analítico para sostener que el estado natural de la economía es el pleno empleo. Así, a medida que los precios bajan los balances en dinero suben y, por tanto, el consumo se incrementa, desplazando a la curva IS, con lo que se restablece el pleno empleo.

Por su parte, los monetaristas, en particular M. Friedman, rehabilitan la teoría cuantitativa del dinero de Cambridge, e ignoran el problema del desempleo como el estado natural de la economía, y reconocen que el *Efecto Pigou* podría tomar mucho tiempo. Esto los lleva a aceptar la necesidad de instrumentar conjuntamente políticas fiscales y monetarias para conducir a la economía al pleno empleo. Los monetaristas sostienen que el pleno empleo se logra a través de dos efectos (*Efecto Patinkin*): por un lado, cuando los precios bajan (debido a que en las economías generalmente, existe un monto de deuda externa del gobierno), en la misma medida suben los balances financieros reales de los prestamistas, con el consiguiente aumento en el consumo; por el otro, cuando el ingreso baja, la demanda de dinero por motivo transacción baja y la demanda por bonos sube, la tasa de interés baja y, por tanto, la inversión sube. Lo que finalmente, desplaza la curva IS, conduciendo así a la economía al pleno empleo. En este razonamiento, Patinkin no toma en cuenta la *trampa de la liquidez*, debido a que ésta había sido fuertemente cuestionada.

La introducción del *Efecto Patinkin* por parte de los monetaristas, representó una fuerte crítica a la tesis de la ineffectividad de la política monetaria sostenida por los keynesianos de la *Síntesis*. De esta forma, si el *Efecto Patinkin* funciona, basta con introducir dinero al sistema económico (arrojándolo desde un avión, por ejemplo) para que la tasa de interés baje y la inversión se incremente. En este marco, es obvio que la política monetaria sí es efectiva.

El *Efecto Patinkin* no sólo elimina la *trampa de la liquidez*, sino también se deja fuera del análisis el problema de la demanda de dinero inelástica (inestable) y la

inelasticidad de la inversión respecto de la tasa de interés. Partiendo de estos vacíos analíticos, los monetaristas formulan una función consumo que depende del ingreso y de la riqueza (activos), de tal forma que el consumo presenta una relación positiva con respecto a la tenencia de activos. Ello implica que, un aumento en la oferta de dinero (eliminada la *trampa de la liquidez*) conducirá a una disminución en el nivel de la tasa de interés, lo cual, aún suponiendo que la inversión fuera inelástica, generará una revaluación positiva de los activos poseídos. Lo que provocará un incremento en el consumo que elevará la demanda agregada, restituyendo el pleno empleo.

Los numerosos trabajos econométricos no concluyentes, realizados por los monetaristas dejaron ver que la inversión era más elástica respecto a la tasa de interés de lo que los keynesianos hubieran supuesto en un principio; en tanto que los keynesianos mostraron que la demanda de dinero era más elástica de lo que los monetaristas supusieron.

Mientras que los keynesianos reducen la contribución de Keynes al supuesto de salarios rígidos a la baja y al reconocimiento de que la economía puede estar temporalmente en desempleo; los monetaristas aceptan el supuesto de salarios rígidos a la baja, pero descartan la tesis de *ilusión monetaria*, pues consideran que ésta no solo no es necesaria, sino que la critican por considerarla un supuesto improcedente debido a que, según los monetaristas, los individuos toman sus decisiones basados en expectativas racionales.

Por último, en el enfoque postkeynesiano se parte del principio de que el sistema económico capitalista tiene un carácter monetario, lo que significa que el dinero no es neutral ni en el corto ni en el largo plazo debido a que afecta el ingreso real y el nivel de empleo, a través de los efectos que genera en la tasa de interés real. En una economía monetaria el dinero mercancía ha desaparecido, ocupando su lugar el dinero crédito. Y, la introducción de éste a la circulación requiere de una demanda previa, que se inicia necesariamente por la vía del crédito.

Para sustentar esta tesis, los postkeynesianos retoman el motivo financiamiento que Keynes dejó sin desarrollar, lo que los condujo a explicar la dinámica de la inversión y, por tanto, de la producción y el ingreso. Se concibe a la inversión como una función inversa del nivel de apalancamiento alcanzado, ya que éste genera un riesgo creciente para las empresas. Así, el financiamiento externo a la empresa estará limitado por lo que se consideré, en un momento dado, como un nivel normal, el cual dependerá de las expectativas que se tengan sobre el comportamiento de la economía y de la confianza sobre la organización de las instituciones financieras.

Otros factores importantes en la determinación del nivel de inversión son los fondos externos de la empresa, los avances tecnológicos y la capacidad ociosa. Los fondos externos influyen en el nivel de la inversión debido a que la liquidez y el volumen del colateral le aseguran a la empresa un acceso preferencial al mercado de fondos prestables. Por su parte, el grado de utilización de la capacidad influye sobre las decisiones de nuevas inversiones, pues éstas repercuten en el nivel de ganancias presentes y en la formación de expectativas de rentabilidad futuras. De ahí que, ante un incremento en la capacidad ociosa no deseada, las empresas reaccionan lentamente a otros estímulos para invertir, incluyendo variaciones en precios relativos.

De acuerdo con los postkeynesianos, son los bancos, no los ahorradores, los responsables de canalizar el crédito a los inversionistas, ya que son aquéllos los que permiten incrementar los fondos para invertir, mediante el incremento de la oferta de créditos, la que a su vez está determinada por el nivel de sus reservas. De esta forma, es posible que la inversión aumente aún cuando la tasa de ahorro permanezca constante; esto es, el crédito bancario puede elevar el nivel de la inversión y, por tanto, del ingreso. En consecuencia, el aumento *ex-post* permite igualar el incremento en la inversión financiado por el crédito bancario.

Los postkeynesianos, al igual que Keynes, suponen la existencia de incertidumbre y, están de acuerdo con éste, en que la tasa de interés es una variable monetaria. De ahí que los primeros afirmarán que el movimiento de la tasa de interés no depende únicamente de la oferta y demanda de dinero, pues la expansión del dinero crédito puede influir en el nivel de la misma. Ello es así debido a que el banco central solo tiene la capacidad para determinar la tasa de interés de corto plazo, ya que a medida que se expanden los préstamos los bancos crean depósitos durante este proceso. De aquí se infiere que la demanda de reservas por parte de los bancos comerciales a la banca central, para responder a la expansión de la demanda de préstamos (que implica una expansión del dinero-crédito), genera un proceso de endogeneización de las reservas. En otras palabras, la propia demanda de crédito genera la oferta de dinero, teniendo como límite ésta última las reservas.

En este punto se distinguen dos vertientes al interior del enfoque postkeynesiano: el acomodaticio y el estructuralista. El enfoque acomodaticio resalta la importancia de la tasa de interés y la función del banco central como prestamista de última instancia. El proceso acomodaticio se inicia con el otorgamiento de crédito por parte de los bancos comerciales, mientras que el banco central provee a los bancos comerciales de las reservas necesarias a determinada tasa de interés. Este mecanismo genera depósitos y, éstos a su vez obligan a crear reservas.

El banco central fija la tasa de interés de corto plazo, influyendo de esta forma, en el préstamo de reservas a los bancos comerciales, pero también puede influir en la tasa de interés mediante las operaciones de mercado abierto. Como las reservas que se ofrecen a través del mercado interbancario están regidas por una tasa de interés administrada, la oferta de reservas es inelástica. Por tanto, cualquier aumento en la demanda de crédito genera aumentos en la demanda de reservas.

Por su parte, la vertiente estructuralista señala que es el mercado, y no la autoridad monetaria, quien determina los cambios en la tasa de interés. Por ello,

para este enfoque, las operaciones de mercado abierto dejan de ser un factor determinante en el control de la tasa de interés. Así, el esfuerzo de la autoridad monetaria para controlar el volumen de reservas que provee al sistema bancario, puede verse limitado si la demanda de reservas por parte de la banca comercial se acerca al nivel de reservas disponibles en las arcas del banco central. Esta vertiente postkeynesiana no acepta que los préstamos interbancarios sean un sustituto cercano de las reservas obtenidas a través de las operaciones de mercado abierto, debido a que los bancos comerciales no solicitan dichos préstamos a la autoridad monetaria salvo en casos de emergencia.

Dado que la administración de los pasivos permite atraer fondos a través de los depósitos, cuyo requerimiento de reservas es bajo; este enfoque deduce que la determinación de la tasa de interés no depende únicamente del banco central, ya que las fuerzas del mercado desempeñan una influencia importante en los movimientos de la misma. En este sentido, estos economistas consideran que si el banco central no genera una oferta adecuada de reservas, que responda a la expansión de préstamos (demanda de crédito) otorgados por la banca comercial, ésta se verá forzada a pedir créditos interbancarios o a vender sus activos para hacer frente a sus requerimientos. Ello conducirá a los intermediarios a disminuir su disponibilidad para otorgar préstamos, lo que finalmente conducirá a una crisis financiera, iniciada por una falta de liquidez.

BIBLIOGRAFÍA

- Benetti, C.** (1990), *Moneda y teoría del valor*, UAM/Iztapalapa-Fondo de Cultura económica, México.
- Bernanke, B. S.** and **Blinder, A.** (1988), "Credit, money, and aggregate demand", *American economic Review, Papers and Proceedings*, Mayo (78), pp. 435-439.
- Blaug, Mark** (1985), *Teoría económica en retrospectiva*, Fondo de Cultura Económica, México.
- Brunhoff, Suzanne** (1975), *Teoría marxista de la moneda*, Roca, México.
- _____ (1976), *Estado y capital*, Villamar, Madrid, España.
- _____ (1978), *La política monetaria*, Siglo XXI, México.
- _____ (1975), *La oferta de moneda*, Tiempo Contemporáneo, Argentina.
- Cannan, E.** (1946), *Repaso de la teoría económica*, Fondo de Cultura Económica, México.
- Castells, M.** (2001), *La era de la información. La sociedad red*. Editorial Siglo, México.
- Chick, Victoria** (1990), *La macroeconomía según Keynes*, Alianza Universidad Textos, Madrid, España.
- Davidson, P.** (1990), "Keynes finance motive", en *The Collected Writings of Paul Davidson*, Vol. I, McMillan, London, Inglaterra.
- Davidson, P.** (1978), "Money and the real world", New York, John Wiley and Sons, Second Edition.
- Domar, E.** (1947), "Expansion and Employment", *American Economic Review*, marzo.
- Domar, E.** (1957), *Essays in the Theory of Economic Growth*, New York, Oxford, University Press.
- Eichner, Alfred** (1994), "Dinero y crédito", *Investigación Económica*, número 210, Facultad de Economía/UNAM, México.
- Friedman, Milton** (1982), *Capitalism and freedom*, University of Chicago Press, Chicago.
- Friedman, M.** "Nueva formulación de la teoría cuantitativa del dinero", en Robert, J. Gordon, *El marco monetario de Milton Friedman*, PREMIÁ editora, México.
- Friedman, M., Hansen, A. H., et al.** (1983), *Crítica de la economía clásica*, colección *Los grandes pensadores*, Ed. SARPE, España.
- Gill, Richard** (1969), *Evolución de la economía moderna*, UTEHA, México.
- Gordon, Roberto J.** (1981), *Macroeconomía*, Iberoamericana, México.
- Guttman, Robert** (2001), "Las mutaciones del capital financiero", en Chesnais, F. (comp.), *La mundialización financiera. Génesis, costo y desafío*, Editorial Losada, Argentina.
- Haberler, G.** (1964), *Prosperity and Depresión*, Allen & Unwin, Londres.
- Harrod, R.** (1972), *El Dinero*, Ariel, Barcelona, España.
- Hawtrey, R. G.** (1927), *Currency and Credit*, Longmans, Green and Co. Londres.
- _____ (1931), *Trade Depression and the Way Out*, Longmans Green and Co., Londres.

- _____ (1937), *Capital and Employment*, Longmans, Green and Co., Londres.
- _____ (1962), *A Century of Bank Rate*, Frank Cass, Londres, p. XXII
- _____ (1962), *Good and Bad Trade*, Frank Cass, Londres.
- Heckscher**, E. F. (1975), *La época mercantilista*, Fondo de Cultura Económica, México.
- Hicks**, J. R. (1970), *Ensayos críticos sobre teoría monetaria*, Ariel, Barcelona, España.
- _____ (1976), *Valor y capital*, Fondo de Cultura Económica, México.
- _____ (1989), *Clásicos y modernos. Ensayos sobre teoría económica*, Fondo de Cultura Económica, México.
- _____ (1989), *Dinero, interés y salarios*, Fondo de Cultura Económica, México.
- Hahn**, F. R. (1977), "Keynesian Economics and General Equilibrium Theory: Reflections on Some Current Debates", en G. C. Harcourt (ed.), *Macroeconomic Foundations of Macroeconomics*, London, Mcmillan
- Kaldor**, N. (1973) "The New Monetarism", en A. A. Walter (Ed.), *Money and Banking*. Peguin Education, Harmondsworth.
- _____ (1985). "The scourge of monetarism", Second edition, Oxford University Press, London.
- _____ (1986). "The scourge of monetarism", Oxford University Press, Oxford.
- Kalecki**, M. (1990), "Business Cycles and Full Employment", en *Collected Works of Michel Kalecki*, Edited by Jerzy Osiatynski, Clarendon Press, Oxford.
- _____ (1937a); "The General Theory of Employment", *The Quarterly Journal of Economics*, febrero.
- _____ (1937b), "Alternative Theories of the Rate Interest", *The Economic Journal*, junio.
- _____ (1937c), "The 'Ex-Ante' Theory of the Rate of Interest", *The Economic Journal*, diciembre.
- Keynes**, J. M. (1973), "A Treatise on Probability", en D. Moggridge (ed.), *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, Vol. VIII, Macmillan and Cambridge University Press, London, Inglaterra.
- _____ (1996), *Breve tratado sobre la reforma monetaria*, Fondo de Cltura Económica, México.
- _____ (1987), *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*, Fondo de cultura Económica, México.
- Klimovsky**, Edith A. (2003), *Ensayos sobre precios, moneda y dinámica económica*, UAM-Azcapotzalco, México.
- Krugman**, Paul (1984), "International Debt Strategies in an Uncertain World", Cambridge, Mass., Massachusetts Institute of Technology.
- Kurczyn**, Sergio (1997), "Probabilidad, incertidumbre y especulación en Keynes: Evolución y actualidad", *Economía. Teoría y Práctica*, número 8, Universidad Autónoma Metropolitana, México.
- _____ (1990), "Postkeynesianismo, teoría del circuito y marxismo: comentarios sobre algunos aspectos monetarios", *Economía. Teoría y Práctica*, número 1, Universidad Autónoma Metropolitana, México.

Laidler, D. (1971) "The influence of money on economic activity: A survey of some current problems", en G. Clayton; J. C. Gilbert y R. Sedgwick (eds.), *Monetary Theory and Policy in the 1970s*, London, Oxford University Press.

Leijonhufvud, A. (1968), *On Keynesian Economics and the Economics of Keynes*, Oxford University Press, New York.

_____ (1968), "Keynes and the Effectiveness of Monetary Policy", *Western Economic Journal*, marzo.

León, L. Ma. Josefina (2002), "Análisis crítico del planteamiento del problema de la neutralidad: Wicksell, Hayek y Patinkin", en *Análisis Económico*, número 36, Universidad Autónoma Metropolitana-Azcapotzalco, México.

_____ (2001), "La expansión artificial del crédito como causa de la crisis económicas: crítica de la visión de Hayek", en *Análisis Económico*, número 33, Universidad Autónoma Metropolitana-Azcapotzalco, México.

Leriche, G.C. (1991), Eduardo. *Teoría cuantitativa y escuela de Cambridge: la versión de A.C. Pigou*, UAM-Azcapotzalco, México.

Mántey, de Anguiano G. (1994), *Lecciones de Economía Monetaria*, Facultad de Economía/UNAM, México.

_____ (1998), "Las relaciones financieras internacionales en la actualidad", mimeo, ENEP-Acatlán/UNAM, México.

Marshall, Alfred (1997), *Principles of economics*, Prometheus Books, New York.

Marx, K. (1972). *El capital*, Editorial Fondo de Cultura Económica, México.

Minsky, H. (1957a) "Monetary Systems and Accelerator Models", *American Economic Review*, núm. 47 (6).

Minsky, H. (1957b) "Central Banking and Money Market Changes", *Quarterly Journal of Economics*, núm, 71 (2).

Minsky, H. (1975) "John Maynard Keynes", New York, Colombia University Press.

Minsky, H. (1982) "The Financial Instability Hypothesis: Capitalist Processes and Behavior", en Ch. P. Kindleberger y J.P. Laffargue (eds.), *Financial Crisis: Theory, History and Policy*, Cambridge University Press.

Minsky, H. (1982) "*Can 'It' Happen Again*", *Essays on Instability and Finance*, Armark, New York, M.E. Sharpe.

Minsky, Hyman (1987), *Las razones de Keynes*, Fondo de Cultura Económica, México.

Moore, Basil (1994), "Diferencias entre el dinero mercancía, el dinero de curso legal, y el crediticio", en *Investigación Económica*, número 210, Facultad de Economía/UNAM, México.

Moral, Santini S. y Román, M. (1994). *Demanda efectiva, competencia y crédito. Ensayos sobre economía postkeynesiana*, Editorial Trotta, Madrid.

Mueller, M. (1985). *Lecturas de Macroeconomía*, CECSA, México.

Mun, Thomas (1945), *La Riqueza de Inglaterra por el Comercio Exterior*, Fondo de Cultura Económica, México.

Nell, E. J. (1983), *Demanda efectiva, precios y salarios*, Trillas, México.

_____ (1992), *Transformational growth and effective demand: Economics alter the capital critique*, London, Macmillan.

Nell, E. J. and Deleplace, G. (1996). *Money in motion: The post-keynesian and circulation approaches*, London, Macmillan.

- Obregón**, Díaz F. (1989), *Controversias macroeconómicas contemporáneas*, Trillas, México.
- O'Brien**, D. P. (1989), *Los economistas clásicos*, Ed. Alianza Universidad, Madrid.
- Ohlin**, B. (1937), "Some Notes on the Stockholm. Theory of Saving and Investment", parte II, *The Economic Journal*, diciembre.
- Pasinetti**, L. (1983), *Crecimiento económico y distribución de la renta*, Alianza Editorial, Madrid.
- Patinkin**, D. (1948), "Price Flexibility and Full Employment: Reply", *American Economic Review*, Vol. 38, septiembre.
- Patinkin**, D. (1956), "Wicksell's cumulative process", *The Economic Journal*, diciembre.
- _____ (1987), "Friedman ante la teoría cuantitativa y la economía keynesiana", en Robert, J. Gordon, *El marco monetario de Milton Friedman*, PREMIA editora, México.
- Pigou**, A. C. (1941), *Employment and Equilibrium*, Macmillan, Londres; Pigou, A. C. (1943), "The Classical Stationary State", *Economic Journal*, Vol. 53, diciembre.
- Pigou**, A. C. (1947), "Economic Progress in a Stable Environment", *Económica*, vol. 14.
- Pollin** (1991). "Two theories of money supply endogeneity: some empirical evidence", *Journal of Postkeynesian Economics*.
- Realfonzo**, R. (1998), *Money and Banking Theory and Debate (1900-1940)*, Edward Elgar, Cheltenham,
- Ricardo**, D. (1959), "Notas a Bentham", en P. Sraffa (editor), *David Ricardo. obras y correspondencia*, Fondo de Cultura Económica, México.
- Ricardo**, David. (1973), *Principios de economía política y tributación*, Fondo de Cultura Económica, México.
- Rochon**, Louis-Philippe (1999) *Credit, Money and Production. An Alternative Post-Keynesian Approach*, Edward Elgar Publishing, Inc., Cheltenham, VK. Northampton, MA: USA.
- Rojo**, Luis A. (1966). *Lecturas sobre la teoría económica del desarrollo*, Editorial Gredos, Madrid.
- Roll**, E. (1975), *Historia de las doctrinas económicas*, Fondo de Cultura Económica, México.
- Romer**, C. and **Romer**, D. (1990), "New evidence on the monetary transmission mechanisms ", *Brookings Papers on Economic Activity*, (1), 149-8
- Rousseas**, S. (1985a), "Financial innovation and control of the money supply ", in M. Jarsulic (ed.) *Money and the Macro Policy*, Boston Kluwer –Nijhoff.
- _____ (1985b), "A markup theory of bank loans rate", *Journal of Post Keynesian Economics*, Fall, 8(1), 135-145.
- _____ (1989), "On the endogeneity of money once more", *Journal of Post Keynesian Economics*, Spring 11(3), 474-478.
- Sánchez**, Daza A. (1994), *Teorías de la tasa de interés*, UAM-Azcapotzalco, México.
- Schumpeter**, Joseph A. (1984), *Historia del Análisis económico*, Tomo I y II, Fondo de Cultura Económica, México.
- Smith**, A., (1982). *La riqueza de las naciones*, Fondo de Cultura Económica, México.

- Solís**, R. Ricardo (1999). *Banco central y tasa de interés*, Universidad Autónoma Metropolitana-Iztapalapa/Instituto Politécnico Nacional, México.
- Stanford**, Jon. 1982), *El dinero. La banca y la actividad económica*, Limusa, México.
- Stiglitz**, J. E.(1987), "Credit Rationing: A reply", *American Economic Review*, marzo, 77, pp228-231.
- _____ (1991), "Credit Rationing in Markets with imperfect information", in G. Mankiw and D. Romer (eds.), *New Keynesian Economics*, Cambridge, M. A. :MIT Press, First published in *American Economic Review*, junio, 1981, 71(3), pp. 393-410.
- _____ (1992), "Asymmetric information in credit markets and its implications for macro-economics", *Oxford Economic Papers*, 44(4), pp. 694-724.
- Stiglitz, J. E. and Weiss, A. (1984), "Informational imperfections in the capital market and macroeconomic fluctuations", *American Economic Review*, Mayo 74(2), pp. 194-199.
- Stuart**, Mill J. (1985), *Principios de economía política*, Fondo de Cultura Económica, México.
- Sraffa**, P. (editor) (1959). *David Ricardo. Obras y correspondencia*, Fondo de Cultura Económica, México
- Thornton**, H. (1939), *An Enquiry into the Nature and Effects of the Paper Credit of Great Britain*, en edición de F. Hayek, Londres.
- Tobin**, J. (1947), "Liquidity preference and monetary policy", *Review of Economics and Statistics*, mayo (29), pp.124-131.
- _____ (1955), "A dynamic aggregative model", *Journal of Political Economy*, abril.
- _____ (1963), "Commercial banks as creators of 'money'", in *Essays in Economics: Macroeconomics*, Vol. 1, London, North Holland.
- _____ (1968), "Notes on optimal monetary growth", *Journal of Political Economy*, julio 76(2), pp. 833-859.
- _____ (1970), "Money and income". Post Hoc Ergo propter Hoc?", *Quarterly Journal of Economics*, 84, pp. 301-317.
- _____ (1991), "On the endogeneity of money supply", en E. Nell and W. Semmler (eds.), *Nicholas Kaldor and Mainstream Economics Confrontation or Convergence ?*, New York, NY st. Martin's Press.
- Tobin**, J. and W. C. **Brainard** (1963), "Financial intermediaries and the effectiveness of controls", *The American Economic Review*, Papers and Proceedings of the Seventy-Fifth Annual Meeting of the America Economic Association, Mayo 53 (2), pp. 383-400.
- Stiglitz**, J. E. and Weiss, A. (1981), "Credit rationing in markets with imperfect information", *American Economic Review*.
- Stiglitz**, J. E (1992), "Asymmetric information in credit markets and its implications for macro-economics", *Oxford Economic Papers*, 44 (4), pp. 694-724.
- Friedman**, B. and **Kuttner**, K. (1992), "Money, income, prices and interest rates", *American Economic Review*, junio 82 (3), pp. 953-968.
- Friedman**, Milton (1956), "The quantity theory of money. A restatement ", en *Studies in the Quantity Theory of Money*, University of Chicago Press, Chicago.

- Friedman, Milton (1969), *The Optimal Quantity of Money and Other Essays*, Aldine, Chicago.
- Walsh**, Carl (1998), "Monetary theory and police", MIT Press, Cambridge, Mass.
- Wicksell**, K. (1936), *Interest and price*, Macmilan, Londres.
- Wicksell**, K. (1947). *Lecciones de Economía Política*, M. Aguilar, Madrid, España.
- Wray**, L. Randal (1990), "Money and credit in capitalist economies, Ed. Edward Elgar, University of Denver, Colorado.
- _____ (1990), *Money and Credit in Capitalist Economies*. The endogenous money approach, Edward Elgar , Great Britain.
- Weintraub**, S. (1957), "Micro Foundations Aggregate Demand and Supply", *Economic Journal*;
- _____ (1960), "The Keynesian Theory of Inflation: The Two Faces of Janus";
- _____ (1966), "A Keynesian Theory of Employment", Philadelphia, Chilton Books.
- _____ (1979), *Microfoundations : The Compatibility of Microeconomics and Macroeconomics*, *Journal of Economic Literature*.