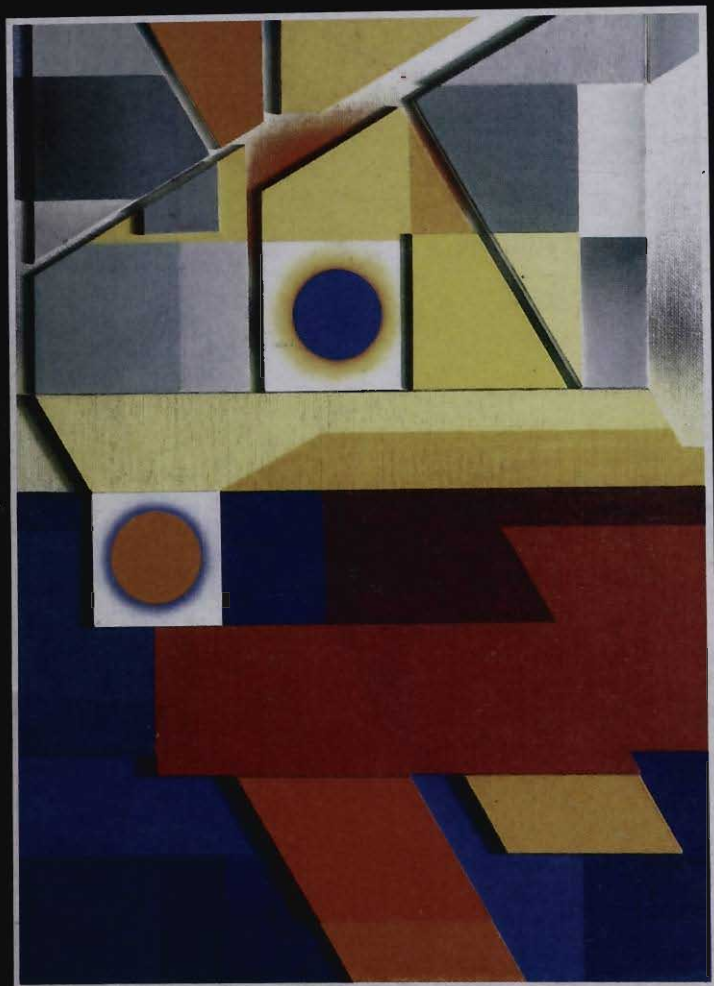


442

TEORÍAS DE LA TASA DE INTERÉS

Alfredo Sánchez Daza



M
C1621
5

UNIVERSIDAD
AUTÓNOMA
METROPOLITANA



Casa abierta al tiempo

Azcapotzalco

TEORÍAS DE LA TASA DE INTERÉS



*Esta obra se publica en el marco del
XX aniversario de la UAM*

217500

C.B. 2893119

2893119

TEORÍAS DE LA TASA DE INTERÉS

ALFREDO SÁNCHEZ DAZA

 **AZCAPOTZALCO**
COSEI BIBLIOTECA

UNIVERSIDAD
AUTONOMA
METROPOLITANA



Casa abierta al tiempo

Azcapotzalco

Universidad Autónoma Metropolitana

Dr. Julio Rubio Oca
Rector General

M. en C. Magdalena Fresán Orozco
Secretaria General

Unidad Azcapotzalco

Lic. Edmundo Jacobo Molina
Rector

Mtro. Adrián de Garay Sánchez
Secretario

Mtra. Mónica de la Garza Malo
Directora de la División de Ciencias Sociales y Humanidades

Dr. Ernesto Henry Turner Barragán
Jefe del Departamento de Economía

Lohrum K. J.
Ilustración

Mónica Fernández Levy
Diseño de portada

ISBN: 970-620-549-7

©Universidad Autónoma Metropolitana
Unidad Azcapotzalco

Primera edición: 1994

Universidad Autónoma Metropolitana
Unidad Azcapotzalco
Av. San Pablo 180, Col. Reynosa Tamaulipas
C.P. 02200, México, D.F.

Impreso en México

A Gloria,
y a mis padres

ÍNDICE

INTRODUCCIÓN	9
I. TEORÍA CLÁSICA DEL INTERÉS REAL	
Antecedentes	17
Smith	25
Thornton	26
Ricardo	30
J. S. Mill	33
Los Años 30	37
Fisher y Marshall	39
Wicksell	43
Síntesis	46
II. INTERÉS REAL Y EL MODELO DE LOS FONDOS PRESTABLES	
Modelo con Bonos	52
Modelo con Bonos y Dinero	53
Tasa de Interés y Equilibrio General	55
III. TEORÍA MONETARIA DEL INTERÉS DE KEYNES	
Significado del Dinero y el Interés en Keynes	61
Teoría Monetaria de la Tasa de Interés	62
¿Recompensa por la “Espera” o por “Privarse de Liquidez”?	63
Razón de Existencia de la Preferencia por la Liquidez	64
Motivos de la Preferencia por Liquidez	65
Curva de Liquidez	67
Indeterminación del Interés en la Teoría Clásica	69
IV. ¿INTERÉS MONETARIO O REAL? MERCADO DE DINERO VS. MERCADO DE BONOS	
La Interpretación del Equilibrio General Walrasiano	75
Las Posibilidades del Desequilibrio	80

V. ¿INTERÉS MONETARIO O REAL? TEORÍA DE ACERVOS VS. TEORÍA DE FLUJOS

La Equivalencia de Teorías	85
Negativa a la Equivalencia de Teorías	87
Un Punto de Vista Alternativo	91
Análisis Conjunto de Acervos y Flujos	95
SÍNTESIS Y REFLEXIONES FINALES	107
BIBLIOGRAFÍA	113

INTRODUCCIÓN

Las interpretaciones del interés más ampliamente aceptadas son el enfoque neoclásico de los fondos prestables, la teoría de la preferencia por la liquidez y la síntesis neoclásica-keynesiana.¹

La teoría clásica del interés constituye el tronco original de los enfoques modernos. El primer desprendimiento de ésta es la teoría neoclásica de los fondos prestables. De la crítica elaborada por Keynes a las teorías clásica y neoclásica del interés surge el enfoque de la preferencia por la liquidez. Dicha crítica constituye el inicio de un amplio debate teórico que se extiende hasta 1982 con Tobin. El contenido central de ese debate es la confrontación de las teorías de los fondos prestables y de la preferencia por la liquidez. Y al calor de ese debate precisamente es como surge otra teoría alternativa del interés, nos referimos a la postulada por la síntesis neoclásica-keynesiana, así también es como nacen otras ideas que, sin llegar al rango de teorías, constituyen propuestas de explicación del interés.

Por lo general, en los niveles de licenciatura y de maestría, el uso de manuales de teoría para estudiar la tasa de interés no permiten el examen de la forma en que surgen las distintas interpretaciones alternativas y mucho menos estudiar sus diferencias esenciales; su exposición lleva al predominio de las definiciones y a la presentación de cada teoría aisladamente de las demás.

Por esta razón hemos optado por hacer una exposición que destaque, dentro del terreno de la discusión, las tesis centrales confrontadas y las razones por las cuales surge cada interpretación alternativa del interés.

¹ Hay autores contemporáneos que consideran que existe una cuarta interpretación del interés también de alto reconocimiento, ésta es la denominada "Horizontalista" de Basil Moore, quien en referencia a la posición horizontal de la curva LM postula un concepto del dinero endógeno. Puede verse al respecto Basil Moore (1988) y Randall Wray (1992)

De acuerdo con lo anterior, hemos organizado nuestro trabajo de la siguiente forma: en el primer capítulo expondremos las ideas básicas que hacen posible la formación de la teoría clásica del interés y el surgimiento de su versión neoclásica (o teoría de los fondos prestables, nombre con el cual mejor se le ha conocido), a través de sus autores más representativos; en el segundo capítulo describiremos el procedimiento esencial a través del cual la teoría de los fondos prestables define los determinantes de la tasa de interés; nuestro tercer capítulo considera la teoría del interés sugerida por Keynes y su crítica a la teoría cuantitativa clásica y neoclásica de la tasa de interés; en los capítulos cuatro y cinco nos ocupamos del desarrollo de la controversia iniciada por Keynes, es decir, la confrontación entre la teoría de los fondos prestables y la teoría de la preferencia por la liquidez: en el capítulo cuarto estudiamos el debate que se deriva en torno a la diferencia de mercados empleados por las dos teorías citadas (mercados de préstamos y de dinero, respectivamente) para la determinación del interés; en el capítulo quinto exponemos la discusión originada por la diferencia de variables (flujos y acervos) utilizadas en cada teoría. El sexto y último capítulo presenta una interpretación neokeynesiana reciente que muestra cómo en la actualidad son incorporados los análisis de flujo y de acervo, conjuntamente, para la determinación del interés. Finalmente, proporcionamos un apartado de síntesis que hace una reflexión global de la investigación.

La tesis que sustentamos en este trabajo, y que vincula a los distintos capítulos que lo integran, consiste en que desde que es planteado el problema de la formación de la tasa de interés, hasta nuestros días, las teorías y los debates derivados del mismo siempre han abordado un asunto común: si los determinantes del interés son de tipo monetario o real, es decir, si es el dinero o las fuerzas reales de la economía quienes lo explican.

Esta división tajante de los determinantes del interés no siempre sucedió, existen algunas excepciones importantes al respecto, sin embargo, ha sido la característica de toda la historia del análisis de la formación de la tasa de interés.

Los fundadores de la economía (así llamados por algunos historiadores contemporáneos), como Cantillon, Hume y Turgot, por citar a los autores más destacados, les tocó criticar a la teoría monetaria del interés de sus predecesores y, a cambio de ella, postularon una teoría real, misma que heredaron a los economistas clásicos, pero retomada y desarrollada parcialmente por éstos. La teoría real del interés, adoptada también por los neoclásicos, sería precisamente el punto de partida

del debate teórico iniciado por Keynes, en lo que a su obra monetaria se refiere —desde 1936 y que se prolonga hasta 1982 con Tobin—, quien confronta su teoría de la preferencia por la liquidez con la teoría del crédito o de los fondos prestables.

Este debate es parte de una controversia mucho más amplia iniciada por Keynes y cuya obra —nos referimos a la *Teoría General*—, en el transcurso del debate histórico, trató de ser absorbida por la teoría neoclásica a través de una reinterpretación basada en los postulados del equilibrio general walrasiano.

En efecto, inmediatamente después de la publicación de la *Teoría General* de Keynes surgió una interpretación de su teoría para convertirse en el modelo dominante de la teoría macroeconómica y la política económica, desde la posguerra hasta mediados de los años sesenta. Hicks (1937) y Hansen (1953), entre otros, fueron originalmente quienes desarrollaron esta interpretación. Hicieron aportaciones importantes en el mismo sentido Modigliani (1944), Klein (1947) y Samuelson (1948). El resultado fue la formulación de la teoría conocida como la síntesis neoclásica-keynesiana. Esta interpretación hizo que el modelo keynesiano apareciera como un modelo sustancialmente similar al de la teoría neoclásica de los precios (microeconomía) y al de la teoría cuantitativa neoclásica. Para que esto fuera posible, una parte sustancial de la *Teoría General* de Keynes tuvo que ser omitida.²

En el ámbito de la teoría monetaria, si bien en el modelo neoclásico de equilibrio general la tasa de interés es esencialmente un fenómeno real, *en un modelo keynesiano, también de equilibrio general, es posible obtener el mismo resultado, bajo determinandos supuestos*. Dicho esto de otra forma, en ambos modelos 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

² H. P. Minsky. (1987, p. 10), al respecto nos dice lo siguiente: "Mi opinión es que lo que se popularizó y fue acogido en los pliegues de la economía convencional es tan sólo una parte de la sustancia contenida en el argumento de Keynes. Se aceptaron aquellas ideas que pudieron asimilarse más fácilmente en el cuerpo de las antiguas ideas —lo que Keynes llamaba la economía clásica— y a la vez eran de mayor pertinencia ante los problemas a que se enfrentaba el mundo a fines de los años treinta y principios de los cuarenta: la secuela de estancamiento de la Gran Depresión y la movilización para el financiamiento de la Segunda Guerra Mundial. También sostengo que lo olvidado o lo perdido es una parte importante de la sustancia de la *Teoría General*; esa parte perdida rompe abruptamente con las formulaciones fundamentales de las doctrinas clásicas anteriores y se relaciona de manera más inmediata con los problemas a que se enfrentan las economías desarrolladas en la actualidad. De ese modo, la teoría económica clásica keynesiana integrada —llamada síntesis neoclásica— atenta contra el espíritu y contra la sustancia de la obra de Keynes."

través de los precios. Por esta razón el equilibrio estable con pleno empleo está asegurado.

Este es un resultado muy diferente al que obtiene Keynes en su *Teoría General*, pues en esta obra demostró que las variables reales dependen en forma esencial de las variables monetarias y financieras, también que el nivel de precios no depende única, y ni siquiera principalmente de la cantidad de dinero, asimismo, que el pleno empleo, de llegarse a lograr, sería un estado transitorio.³

La conclusión que se deriva de la interpretación neoclásica de la teoría de Keynes fue obtenida por Gurley y Shaw (1960), Modigliani (1963) y Patinkin (1965), cuando era aceptada la idea de que el dinero interno no es riqueza neta para el sector privado. Pesek y Saving (1963) y Johnson (1969) sostendrían *más tarde que aún el dinero interno es riqueza neta para el sector privado. Pero, esto no anula la conclusión obtenida en el modelo que supone al dinero y los bonos como activos internos únicamente.*⁴

El significado del resultado arrojado por el modelo de la síntesis neoclásica-keynesiana, radica en que la determinación del carácter real o monetario de la tasa de interés es *enteramente independiente del uso de un modelo de preferencia por la liquidez o de un modelo de fondos prestables* en tanto el problema sea presentado en un marco de equilibrio general. Este hecho es el que, a su vez, da lugar al debate aludido y que gira en torno a las diferencias reales de los dos modelos. Los ejes centrales de esa controversia básicamente son dos:

1) El hecho de que la teoría de la preferencia por la liquidez de Keynes analiza los determinantes de la tasa de interés en el mercado monetario, mientras que el modelo de los fondos prestables se concentra en el mercado de bonos.

2) La teoría de Keynes está expresada en términos de acervos, en tanto que la teoría del crédito lo está en términos de flujos.

De estas dos discrepancias se ocupan, tal y como lo indicamos antes, los capítulos cuarto y quinto, respectivamente.

Reconocemos explícitamente que en este trabajo fueron omitidos o tratados con insuficiencia algunos problemas de actualidad en teoría monetaria, lo cual se debe en parte a la amplitud y complejidad de esta

³ *Ibid.*, p. 14, en donde se destacan además otros puntos significativos de ruptura de la interpretación de Keynes en su *Teoría General* ante la que mantuvo previamente a esta obra.

⁴ La denominación "dinero interno" se refiere a las tenencias de renglones monetarios del sector privado que no incrementan su patrimonio neto. Véase Laurence Harris, 1985, pp. 311-315.

teoría. Preferimos asumir este riesgo tratando de exponer las ideas que nos interesaban, con el rigor y la claridad posibles, y posponer para trabajos posteriores aquellas ideas que fueron quedando pendientes.

El presente estudio constituye el último resultado del proyecto de investigación intitulado *Mecanismos de incidencia del dinero sobre la economía*, mismo que desde 1990 hemos venido desarrollando en el Departamento de Economía de la UAM Azcapotzalco. La inquietud por incursionar en temas de teoría monetaria está asociada a la participación que un grupo de profesores del Departamento tuvimos, hace cinco años precisamente, en el Seminario del Área de Teoría y Análisis Económico, un espacio de estudio y discusión de teoría económica que nos hemos dado varios académicos con propósitos formativos y de actualización, donde la cordialidad y el respeto de quienes ahí participamos fue definitiva durante la etapa del Seminario a que hacemos referencia. Es por esto mi reconocimiento a todos aquellos compañeros profesores, en particular a Lucino Gutiérrez, principal promotor de dicho espacio de interlocución; a Ernesto Turner Barragán y Carlos Gómez Chiñas, quienes además de su participación en el Seminario, desde las distintas instancias académicas en las que han sido designados por nuestra Universidad, siempre apoyaron las iniciativas tanto del colectivo de profesores del Seminario, como las del autor en particular, en las actividades de investigación como en las de docencia, pues, la oportunidad de impartir los cursos de Macroeconomía IV (Teoría monetaria) y Seminario de Política Económica II (Política monetaria y financiera) de la carrera de economía, me permitieron el acceso a otro interlocutor importante: el estudiante, para quien está pensada esta obra.

Esta investigación también es una continuación de mi tesis de maestría presentada en 1993 en la División de Estudios de Posgrado de la Facultad de Economía de la UNAM, que fue posible gracias a la asesoría y el trato amable del Mtro. Sergio Sosa Barajas, profesor de la maestría y doctorante en la misma Facultad. Mis más sinceros agradecimientos por el apoyo que me proporcionó en esos momentos y por la lectura que hizo de la versión preliminar de la presente investigación.

En el mismo sentido quiero agradecer al profesor Cristian Leriche todas las observaciones sustanciales que en forma precisa y paciente hizo a las diferentes versiones de este trabajo.

En sus funciones como Jefes del Departamento de Economía, Lucino Gutiérrez, Julián Ortiz, Edmundo Jacobo, Mónica de la Garza y,

ahora, Ernesto Turner, cotidianamente estuvieron en la mejor disposición de brindar las condiciones favorables para el desarrollo de la investigación. A ellos mi reconocimiento por este tipo de actitudes positivas para el trabajo universitario.

A las áreas secretarial, de fotocopiado y de cómputo del Departamento de Economía, también les agradezco su apoyo, y muy particularmente a Valentín Almaraz, por su trabajo profesional en la parte técnica de la edición.

Los aciertos o desaciertos del libro son indudablemente responsabilidad del autor.

I. TEORÍA CLÁSICA DEL INTERÉS REAL

En este capítulo indicamos inicialmente los antecedentes más próximos de la teoría del interés sostenida por los economistas clásicos. Inmediatamente después presentamos los principales puntos de vista que sobre la tasa de interés tuvieron los autores más representativos de la teoría cuantitativa clásica. Específicamente haremos referencia a las opiniones de Henry Thornton, David Ricardo y J. S. Mill; posteriormente damos un panorama de la situación de la teoría cuantitativa hasta antes de los años treinta del presente siglo, periodo en el cual destacaremos las versiones de Irving Fisher, A. Marshall y, finalmente, la síntesis efectuada por Knut Wicksell. En conjunto esto representa la exposición resumida de la teoría cuantitativa prekeynesiana forjadora de la teoría del crédito o de los fondos prestables.

Antecedentes

Durante el siglo XVII y buena parte del XVIII predominó la teoría esencialmente *monetaria* del interés, es decir, la idea de que la tasa de interés se relaciona sólo con la cantidad de dinero.⁵ John Locke, William Petty y John Law, son autores de los más destacados que difundieron la idea de que el interés es el precio pagado por el alquiler del dinero y que sería menor cuando hubiera más dinero, análogamente al precio de un bien que baja cuando se vuelve menos escaso, es decir, definieron una relación inversa entre la tasa de interés y la cantidad de dinero.

El surgimiento gradual del *análisis real* en el siglo XVIII y su triunfo sobre el *análisis monetario* de los primeros mercantilistas transformó radicalmente la teoría del interés hasta entonces aceptada.⁶ Las teorías

⁵ Para ver el papel de las ideas liberales ver Henry W. Spiegel, 1991, pp. 180-208; sobre el capitalismo comercial y su teoría ver Eric Roll, 1978, pp. 57-88; y, J. A. Schumpeter, 1984, p. 307.

⁶ Los análisis "real" y "monetario" son resultado de un desarrollo doctrinal que han ocupado un interés especial en los estudios de la economía moderna. Es conveniente aclarar primeramente que su diferencia no corresponde al uso de variables deflactadas, es decir, que el análisis real emplee variables que descuentan el efecto del incremento de precios y que el análisis monetario use variables nominales. Ambos tipos de análisis pueden o no emplear términos que descuenten los cambios producidos en el nivel de precios y el significado "real" y "monetario" de dichos análisis no cambia, incluso utilizan conceptos semejantes.

El análisis real parte de que todos los fenómenos económicos esenciales pueden ser explicados en términos de bienes y servicios, de las decisiones que en relación con ellos se adoptan y de las relaciones entre los mismos. El dinero en esta interpretación es sólo un instrumento técnico que facilita las transacciones, no influye en el proceso económico, mismo que se comporta de igual forma que lo haría una economía de trueque. Este es precisamente el concepto de "moneda neutra", que en palabras comunes designa al dinero como un "manto" o un "velo" que oculta las cosas que verdaderamente interesan. Por esto el análisis real prescinde del dinero al estudiar los fenómenos económicos.

reales del interés pasaron al primer plano y en ello influyeron en forma determinante Richard Cantillon, David Hume y Jacques Turgot. Criticaron las teorías monetarias del interés de sus predecesores, pero también admitieron que un aumento de la oferta de dinero podría reducir *temporalmente* la tasa de interés. Si los precios aumentaban en proporción al aumento de la cantidad de dinero, el equilibrio resultaba imposible a menos que la tasa de interés volviera a su nivel anterior; a precios mayores tendría que pedirse prestado más dinero para financiar cualquier proyecto; por lo tanto, aumentaría la demanda de préstamos de dinero, y el equilibrio implicaba que ésta aumentara en la misma proporción que la oferta de préstamos de dinero. En general, sin embargo, no se pensaba que la tasa de interés estuviese relacionada sólo con la oferta de dinero.

Para que la economía clásica (particularmente desde Adam Smith) sostuviera un concepto de interés real la teoría previamente fue transformada en varios aspectos sustanciales. A tres de ellos nos referimos a continuación.

En primer lugar, la interpretación rígida de la relación entre el dinero y los precios, y por consecuencia el vínculo de aquél con la tasa de interés, fue criticada y propuesta una teoría más flexible que señaló *distintos efectos* que podía provocar el dinero, incluso en la producción de bienes y servicios, aunque esta última idea no es precisamente retomada por la teoría clásica y por lo cual no llega a ser el centro de su análisis.

Los efectos de un aumento de la oferta monetaria fueron explicados a través del llamado *efecto de Cantillon*, que destaca el hecho de que el nivel de precios (P), aumenta en proporción a la cantidad de dinero (M) y el volumen de transacciones (T) cuando M aumenta, y que no sólo se eleva P sino que *se modifica la estructura de los precios*, dependiendo de quiénes sean los beneficiarios iniciales del nuevo efectivo y de su demanda relativa de bienes. Esta idea del *efecto diferenciado de una inyección de efectivo*, determinado por la naturaleza de la inyección, es original de Cantillon y fue reproducida en su totalidad por Hume en el ensayo "On Money" (1752), y es tal y como la conocieron los economistas clásicos. Así, por ejemplo, se pensaba que si el dinero nuevo llegaba a manos de los empresarios, que lo ahorraban y lo

Por su parte, el análisis monetario niega que el dinero sea un elemento de importancia secundaria para explicar los procesos económicos reales. Incorpora al dinero en la base de la estructura analítica y niega que la vida económica esencial pueda ser representada por una economía de trueque. Véase al respecto J. A. Schumpeter, *ob. cit.*, pp. 263-264; y M. Blaug, 1985, p. 49.

invertían, la tasa de interés disminuiría probablemente; pero si llegaba en primer lugar a las manos de los terratenientes, se gastaría en bienes de consumo y el aumento de la demanda de los consumidores haría que los empresarios quisieran y pudieran pagar mayores tasas de interés.

Este contraste entre el comerciante frugal y el terrateniente pródigo es característico de toda la teoría del siglo XVIII, incluida la de Adam Smith. La tasa del ahorro real o de la inversión neta no se hace depender de la tasa de interés ni de las expectativas de beneficios de los comerciantes. Más bien se conecta con el predominio de ciertas clases en la comunidad, imbuidas de la filosofía de la austeridad. La tasa de interés depende de la oferta y demanda de fondos prestables, donde la rentabilidad de la inversión y la prodigalidad de los terratenientes gobiernan el lado de la demanda, y la riqueza del país y la distribución de esa riqueza gobiernan el lado de la oferta.

Se mantuvo la antigua doctrina de que los países avanzados tendrían tasas de interés bajas, pero se analizaron en detalle las fuerzas determinantes de las variaciones de la demanda y la oferta. La expansión económica aumentaría la importancia de los “intereses de los ricos” y así aumentaría la oferta de capital prestable; disminuiría la importancia de la agricultura, de modo que se reducirían los préstamos de consumo para los terratenientes. Además, la acumulación de capital reduciría por sí misma los márgenes de beneficio al aumentar la competencia por un número esencial limitado de oportunidades de inversión. En virtud de que el interés era un ingreso derivado —una deducción de los beneficios de las empresas—, bajaría el rendimiento de los préstamos monetarios y, finalmente, se ajustarían las proporciones entre prestamistas.⁷

En segundo lugar, la sustitución de la idea que hizo depender al interés exclusivamente del dinero por un concepto en el que la tasa de interés monetaria depende del rendimiento del capital real, se deriva de las ideas que revolucionaron el concepto tradicional de la palabra “capital”⁸; los significados monetarios y contables del término fueron reemplazados por el surgimiento de distintas teorías del capital, ésta es la razón por la cual en el siglo XIX el interés ya no es comúnmente atribuido al dinero, sino al capital; y también la razón de que el interés más bien se explica como una *deducción* del beneficio empresarial. La preocupación analítica de ese siglo y una parte del siglo XX transita del

⁷ Véase Spiegel, *ob. cit.*, pp. 221-223 y Blaug, *ob. cit.*, pp. 50-51.

⁸ Schumpeter, *ob. cit.*, pp. 302-303.

interés al beneficio o hacia las teorías de la distribución del excedente productivo.⁹

Es importante destacar que la distinción que logra hacerse entre los préstamos de dinero para el gasto en consumo y para la adquisición de bienes y servicios productivos, da lugar a las primeras asociaciones de la tasa de interés monetaria con el capital real. Barbon (*Discourse of Trade*) es pionero en este sentido, así como Joseph Massie (*Essay on the Governing Causes of the Natural Rate of Interest*, 1750), David Hume (*Political Discourses*, ensayos contenidos en este libro: “Of Interest” y “Of Money”) y Turgot (*Reflexions*).

La demanda de préstamos, en estos autores, dejó de ser simple demanda de dinero, y fue sustituida la oferta de dinero por la oferta de ahorro. Así, se puede explicar la estrecha relación entre el interés y el beneficio, sin identificarlos, y *admitir el aspecto monetario sin hacer del mismo el factor dominante*. Era pues un esquema que sólo necesitaba desarrollarse para crear una teoría del fenómeno del interés más completa de la que puede encontrarse en David Ricardo o en Stuart Mill. Pero exactamente sus aspectos más valiosos se perdieron. La omisión de los elementos esenciales del aspecto monetario bajo la concepción de que el dinero es un “velo” y que es necesario descorder, se convirtió en el centro de todas las dificultades analíticas creadas por el “análisis real”.

Es de esta forma como el desarrollo de la teoría del interés conduce a que los economistas clásicos sostuvieran que la tasa de interés está determinada en última instancia por las mismas fuerzas reales que gobiernan a la tasa de beneficio del capital. Esta tesis se apoya en la idea de que en el equilibrio ambas tasas son iguales.¹⁰ Debido a la relevancia que tiene esta idea en el pensamiento clásico, nos detendremos un momento para dar una breve descripción de ella.

Indicamos primero la influencia que se pensó tendría una variación de M sobre P , después explicamos lo que se supuso del efecto que produce esa misma variación de M sobre la tasa de interés r .

Una duplicación de M duplica P , es decir, si $2M = 2P$, los individuos ofrecerán y demandarán exactamente el doble del valor de los fondos prestables del que depende la tasa de interés. Es el excedente inicial de la oferta de préstamos lo que reduce la tasa de interés. Cuando el nivel de precios se ha duplicado finalmente, la cantidad real de dinero

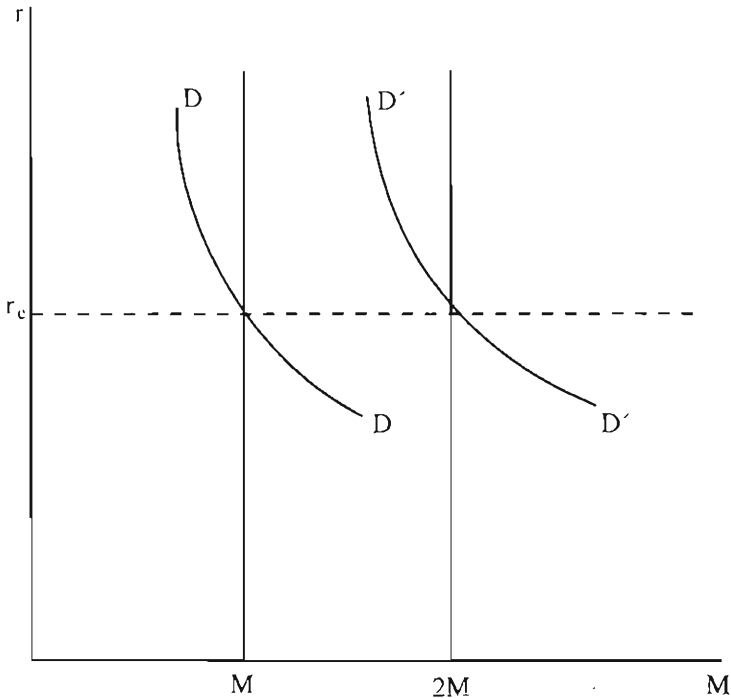
⁹ Para los casos específicos de Turgot y Hume véase Spiegel pp. 221-223 y 254-257, respectivamente; y Schumpeter, *ob. cit.*, pp. 307-310.

¹⁰ Blaug, *ob. cit.*, p. 213

existente en la economía es la misma, de modo que la demanda y oferta de préstamos se intersectan a la misma tasa de interés. Cuando los costos se elevan al doble, toda inversión dada requiere el doble de préstamos monetarios. *La tasa de rendimiento de la inversión no se ve afectada*, porque la duplicación del costo va acompañada de una duplicación de los rendimientos monetarios esperados. 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 medida en que los bancos aumentaron originalmente su oferta, y la tasa de equilibrio se mantiene constante en última instancia.

La curva de demanda de dinero del mercado en relación con la tasa de interés tiene una inclinación negativa, pero la curva de equilibrio del mercado, el locus de todos los equilibrios de la demanda y la oferta, es siempre horizontal. (Ver gráfica 1) Un individuo demandará más

Gráfica 1
Teoría Clásica del Interés



dinero cuando baje la tasa de interés, si todo lo demás permanece igual, incluidos los precios absolutos. Pero si el individuo conserva dinero simplemente para poder 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. Sumando este resultado para todos los individuos, se llega a la conclusión clásica de la constancia de las tasas de interés ante la oferta monetaria, o de que el dinero es "neutral" con respecto a la tasa de interés.

En tercer lugar, el concepto que tuvieron los clásicos del interés también se debe a las aportaciones que hizo Hume, pero especialmente Turgot, sobre el concepto del ahorro. Antes de ellos no existió una idea clara del *modus operandi* del ahorro y de la formación del capital,¹¹ aunque después, durante el siglo XIX, prácticamente no hubo aportaciones significativas al respecto. Los economistas siguieron repitiendo que solamente el ahorro (voluntario) crea capital, y esto sucede "inmediatamente", lo que significaba que cada decisión de ahorrar coincide con una decisión correspondiente de invertir, así, el ahorro se transforma en capital (real) prácticamente sin trabas y como cosa natural, es decir, que ahorrar equivale directamente a crear capital (real).¹²

Se considera que la obra de Turgot es la más importante del siglo XVIII en el campo de la teoría del interés, pero también se le concibe como trascendental por haberse anticipado en gran parte al pensamiento más valioso de las últimas décadas del siglo XIX. Hume y Turgot compartieron ideas, como la de que la cantidad de dinero no determina al interés, así como la independencia conceptual entre los dos significados de la expresión "valor del dinero" (valor en el mercado monetario y valor en el mercado de bienes); o bien, la sustitución que hicieron de la oferta de dinero por la oferta de ahorro. Sin embargo, la teoría de Turgot es mucho más profunda tanto en contenido como por las influencias teóricas de que se nutre.

Para Turgot, los *hommes industrieux* comparten sus beneficios con los capitalistas que proporcionan los fondos; la parte que corresponde a estos últimos está determinada, como todos los demás precios, por el juego de la oferta y la demanda entre prestatarios y prestamistas, de esta forma se observa que el análisis, desde el principio, está fuerte-

¹¹ Schumpeter, *ob. cit.*, p. 304.

¹² *Ibid.*, p. 310; para el caso de Smith ver Spiegel, *ob. cit.*, pp. 304-305.

mente fundado en la teoría general de los precios, el interés es el precio que se paga por el uso del dinero.

Pero, Turgot comprendió que la afirmación “dinero prestado es dinero ahorrado” no era una respuesta suficiente, razón por la cual respondió que los *fonds* proporcionados por el capitalista representan *richesse movilière* o “anticipos”, que son un prerequisite indispensable de la producción, así, el capital rinde interés porque sirve de puente para salvar el intervalo de tiempo existente entre el esfuerzo productivo y el producto. Esta es la forma como Turgot, apoyándose en la concepción del capital de Quesnay y de Cantillon, vinculó el fenómeno del interés al hecho más elemental de la producción, y es como logran entenderse sus afirmaciones de que la tasa de interés es el *thermomètre* de la abundancia o escasez (relativas) de capital (real) —el tipo de interés está en relación inversa a la tasa de ahorro— y que esa tasa mide el punto que puede alcanzar la producción.

Adam Smith sintetizó ordenada y esquemáticamente el estado de la teoría, pero simultáneamente no captó las sugerencias más prometedoras proporcionadas por Hume y Turgot. Por esto sus sucesores hubieron de partir de una formulación mucho más barboniana que la de cualquiera de estos autores. En su obra *La Riqueza de las Naciones*, el aspecto monetario del interés es reducido a una cuestión formal o técnica.¹³

La interpretación tradicional de la economía clásica entonces consistiría en que la tasa de interés se determina en el mercado de préstamos o en el mercado de bonos, como lo dijo Keynes. Así, la tasa de interés monetaria depende de la demanda y la oferta de fondos prestables, identificadas con la inversión y el ahorro, respectivamente.

Los teoremas clásicos para la determinación de la tasa de interés, sin embargo, fueron empañados por el concepto mismo que tuvieron del dinero. La función básica del dinero admitida en lo general es la de medio de pago, pues al dinero no se le concibe para otro uso racional que no sea para el intercambio por mercancías, la avaricia es interpretada como el deseo de incrementar las tenencias monetarias por encima del mínimo requerido por las transacciones. En este sentido el atesoramiento es considerado como algo anormal, de ahí que la inversión no pudiera ser financiada con atesoramientos; cosa similar se indicó con respecto al crédito bancario inflacionario. Los economistas clási-

¹³ *Ibid.*, p. 311.

cos sabían de ciertas formas de inyección de dinero que pueden “crear capital” y con ello bajar constantemente la tasa de interés. La designación común a estas posibilidades fue la del “ahorro forzado”, que se convirtió prácticamente en una doctrina reconocida pero no por todos admitida.¹⁴

Cantillon, a través de su “efecto”, también indicó esta vía alternativa de financiamiento de la inversión. Su análisis, de la “difusión de los niveles de precios” (así llamado por Keynes) o difusión de los efectos del dinero, señala en este sentido que si un aumento del dinero no se distribuye en la misma proporción a las tenencias iniciales de dinero, como en el caso de un dinero adicional que llega a manos de los capitalistas —y que tienen propensiones a consumir relativamente bajas—, el aumento de precios provocado alterará la composición de la producción total en favor de la inversión y provocará que baje constantemente la tasa de interés.

En términos más generales, frente a una oferta excedente de préstamos en una economía, con pleno empleo, procedente de una inyección de dinero o de una reducción de saldos ociosos, la inversión ya no estará limitada por las decisiones de ahorro voluntario de los receptores de ingresos; la consecuencia importante de esto radica en que la tasa de interés baja y la demanda de fondos de inversión crece. Dado que el acervo de capital está utilizado ya a toda su capacidad, los recursos reales solicitados para la inversión no provendrán del ahorro voluntario, sino de un ahorro involuntario, es decir, la formación adicional de capital se extraerá, “a la fuerza”, de los receptores de ingresos fijos mediante un aumento de los precios. Esto es así porque el crédito adicional, bajo situación de pleno empleo, está creando inflación.

El “ahorro forzado” fue llamado por Thornton como “el desfalco del ingreso”, como de “frugalidad forzada” por Bentham, Malthus lo denominó como “capital ficticio”, Mill lo llamó “acumulación forzada”, desde Wicksell ha sido llamado precisamente “ahorro forzado”, Robertson lo calificó de “restricción automática” o “carencia impuesta”; finalmente Pigou lo designó como “impuestos reales” o “manipulación de contratos”. Ricardo fue el único de los más importantes autores clásicos que se resistió a aceptar la tesis por las razones que indicaremos cuando nos ocupemos de él en particular.

¹⁴ Blaug. *ob. cit.*, pp. 214-215

Smith

Las tasas de interés real y monetaria fueron interpretadas por Adam Smith, siguiendo la tradición del análisis real, como *fenómenos distintos*: la primera, como una derivación del beneficio, la segunda, como algo propio del mercado de préstamos en dinero. En otras palabras, Smith dio a entender una total independencia entre la cantidad de dinero y el capital real. En este sentido es como resulta pertinente citar la interpretación que nos proporciona Schumpeter:

En el sistema escolástico, en el que el interés era simplemente el precio que se pagaba por el uso de la moneda, la frase Tasa Real Monetaria del Interés es un rótulo sobre una caja vacía, no existía el problema de relación directa alguna de esta especie, como tampoco se plantea esta cuestión en el sistema keynesiano. Pero cuando, bajo la influencia de A. Smith el análisis de Barbon empezó a prevalecer, según el cual el interés era aquella parte de los beneficios del negocio que se asignan al proveedor de capital físico, tenía que surgir necesariamente la cuestión de cómo se relacionaba este interés con el interés del mercado de préstamos en dinero, lo que después de todo es un fenómeno distinto. A. Smith contestó que la tasa de interés del mercado de dinero era simplemente la sombra de la 'tasa de utilidad' sobre el capital real, siendo el último 'prestado todo en forma de dinero' como reza la consigna posterior, y que la cantidad de moneda, aunque definida, no tiene nada que ver realmente con ella. No puedo destacar con toda la fuerza necesaria, que ésta siguió siendo la opinión dominante en todo el siglo XIX, en todo caso hasta Wicksell: que fue también..., la opinión de Ricardo, y que incluso las aportaciones de Thornton al problema de la relación entre 'moneda', precios y tasa 'real' del interés (por importantes que ellas fueran), que sugieren una conclusión diferente, quedaron en gran parte olvidadas.¹⁵

La opinión de Smith dominó el pensamiento económico prácticamente de todo el siglo XIX y, simultáneamente, una buena parte de las aportaciones del primer planteamiento definitivamente más importante del inicio de la época clásica, expuesto por Henry Thornton (1760-1815), fue olvidado, aunque en él se apoyarían parcialmente quienes trabajaron en el mismo campo, nos referimos a Ricardo, Malthus, Senior, Tooke, Torrens y J. Stuart Mill.

En efecto, la teoría de Thornton, llamada un siglo después teoría del "mecanismo indirecto" por Wicksell, es reconocida por haber proporcionado una de las más grandes obras que sobre el tema se haya escrito durante el periodo clásico, misma que tendría eco particularmente en

¹⁵ J.A. Schumpeter, *ob. cit.*, Parte Tercera, p. 610. Recuerdese que sobre el punto Smith fue anticipado por Hume y éste, a su vez, por Cantillon, en varios aspectos, lo que sugiere cuán antigua es la idea comentada.

Ricardo, pero más ampliamente en J. S. Mill. Después de un periodo de “olvido”, particularmente durante el último tercio del siglo XIX, Marshall también consideraría tal mecanismo, aunque sin alcanzar a desarrollarlo. Es Wicksell quien lo recupera y expone con más detalle y cuidado, significando esto su mayor aportación a la teoría monetaria; su planteamiento no solamente es significativo por esto, lo es también porque constituye el punto de partida para el desarrollo posterior de la teoría de los préstamos, en la obra de Ohlin, dentro de la escuela sueca, y la de Robertson, en la escuela inglesa.¹⁶

Thornton

De los más antiguos economistas, como señalamos, es Henry Thornton quien elaboró el mejor análisis del funcionamiento del sistema crediticio durante el periodo clásico. Su principal obra, *Paper Credit* (1802), no es un libro de teoría por su forma (no contiene un modelo como es posible encontrarlo en Ricardo), pues su punto de vista para el análisis fue la descripción del sistema monetario británico de la época, especialmente de los diez años anteriores a 1802. De esta descripción derivó algunos principios y los ilustró con algunos ejemplos reales y del momento. Este hecho es el que lleva a que algunos autores lo consideren como un teórico del corto plazo y, por lo mismo, muy cercano a Keynes.¹⁷

Thornton fue un economista muy comprometido con su época y según las circunstancias es como escribió e hizo sus recomendaciones, ya fuera en tiempos de paz o en momentos de guerra. En este caso, durante la guerra con Francia, y creyendo siempre en el patrón oro, pensó que en situaciones de no convertibilidad –vigente por cierto en Gran Bretaña en el lapso de 1797 a 1819– podía surgir una depreciación del tipo de cambio, aunque no estuviera acompañada de una emisión excesiva de moneda; sin embargo, no llega a negar que la no conver-

¹⁶ Las obras más significativas de los autores mencionados son las siguientes: H. Thornton, *An enquiry into Nature and Effects of the Paper Credit of Great Britain*, 1802; D. Ricardo, *Principles of Political Economy and Taxation*, 1817; J.S. Mill, *Principles of Political Economy*, 1848; A. Marshall, *Money, Credit and Commerce*, 1923; K. Wicksell, *Interest and Prices*, 1898, y *Lectures on Political Economy*, 1901; B. Ohlin, “Some Notes on the Stockholm Theory of Saving and Investment” y “Alternative Theories of the Rate of Interest”, *Economic Journal*, marzo y sep./1937, D. Robertson, “Alternative Theories of the Rate of Interest”, *Economic Journal*, sep./1937.

¹⁷ J. R. Hicks (1975, p. 194) nos dice al respecto lo siguiente: “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 interpretado en una forma que le acerca mucho a Keynes.”

tibilidad facilitaba las emisiones excesivas, a su vez, reconoció convencidamente que emitir en exceso era algo peligroso y deplorable, pues si la expansión de la oferta monetaria permitía aumentar el empleo, también se traduciría, inevitablemente, en aumento de precios. En este sentido es como vale la pena hacer una referencia textual:

Permítasenos considerar cómo la emisión de billetes opera a través de los que toman créditos –porque es a través de estos como opera– para introducir vientos frescos en la industria. Los billetes bancarios incorporan el poder de obtener mercancías comprables para uso propio o para ser destinadas para la actividad que nos plazca. Una emisión de billetes extraordinaria no produce ninguna diferencia inmediata en la cantidad total de artículos pertenecientes al reino. Esto es evidente. Pero, a los que toman créditos de los bancos, les da la capacidad para tomar una parte de los bienes existentes mayor que la que hubieran podido tomar si no hubiera habido emisión extraordinaria. Si aquellos que tienen los nuevos billetes tienen ahora la capacidad para obtener una gran parte del stock existente en el reino, los poseedores de los viejos billetes deberán ser capaces de obtener sólo una parte más pequeña. Por lo tanto el mismo billete comprará menos bienes o, en otras palabras subirá el valor nominal de las mercancías.

Puede decirse, sin embargo, y no sin razón, que un incremento en la emisión de billetes tiende a producir una demanda más activa de los bienes existentes y también que, de alguna manera, estos bienes se consumen más rápidamente: que este consumo más rápido implica una disminución de los stocks normales y permite la afectación de aquella parte que es consumida al objetivo de dar nueva vida a la industria: que esta nueva vida industrial proveerá de los medios para crear un stock adicional que servirá para sustituir el stock que hasta entonces ha permitido operar a la industria, y que el nuevo medio de circulación puede crear, de esta forma, mucho nuevo empleo.

Este supuesto que hemos hecho lo admitimos como correcto. Advertamos al lector, sin embargo, que supone que la demanda, tanto de mercancías como de trabajo, se hace más activa. Ahora bien, la consecuencia de esta mayor demanda debe causar, indudablemente, un aumento de los precios del trabajo y de las mercancías, lo que es precisamente el punto que por mi parte quería demostrar.¹⁸

Además de las significativas connotaciones sobre ocupación que comentaremos más adelante, esta cita muestra que Thornton creía que el exceso de crédito, al generar exceso de demanda en los mercados de bienes, produce inflación (“el mismo billete comprará menos bienes”, “subirá el valor nominal de las mercancías”). Esta misma idea reaparece en Ricardo y más tarde en Mill. Sin embargo, el planteamiento de

¹⁸ H. Thornton, *Paper Credit*, pp. 236-237, citado por Hicks, 1975, pp. 212-213.

Thornton no quedó ahí, sostuvo, adicionalmente, una idea del equilibrio misma que resumimos a continuación.¹⁹

Según Thornton, en una economía con activos no monetarios sólo existe el equilibrio monetario cuando la tasa monetaria del mercado de préstamos es igual a la tasa de rendimiento del capital en los mercados de bienes. Así, una inyección de efectivo debe llevar al mercado de préstamos por la vía del sistema bancario; el aumento de la oferta de fondos prestables hace que la tasa de interés del mercado se haga menor que el rendimiento del capital; 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. Finalmente, el aumento de la demanda de préstamos alcanzará a su oferta. Sin embargo, mientras la tasa bancaria permanezca por debajo de la tasa de beneficio del capital la demanda de préstamos es insaciable. Pronto, la demanda de préstamos superará a la oferta y la tasa bancaria empezará a aumentar otra vez. Si la tasa real de rendimiento del capital ha permanecido constante, el equilibrio se restablecerá sólo cuando la tasa bancaria haya retornado a su nivel anterior. Los precios son más altos, pero la tasa de interés queda como antes. Por lo tanto, en equilibrio, la tasa de interés es independiente de la cantidad de dinero en circulación.

Habiendo llegado a este punto resulta importante destacar algunos aspectos relevantes del planteamiento de Thornton.

a) El teorema fundamental del equilibrio que acabamos de resumir se apoya en la tesis según la cual no existe restricción alguna que impida al crédito bancario exceder del límite más allá del cual provocará un aumento inflacionario de los precios. De mantenerse o repetirse la discrepancia de tasas de interés que produce nuevos aumentos de precios, el fenómeno nos conduce al “proceso acumulativo” wickseiliano, de ahí que el equilibrio del teorema de Thornton resulte inestable en esta parte. La solución práctica a la inestabilidad del sistema –primero por la recuperación de la igualdad entre tasas y segundo por otras condiciones como la convertibilidad de billetes y depósitos en oro– así como el análisis de Thornton, fueron generalmente aceptados, tal vez no en su totalidad, entre otros por Ricardo, Mill, King, Joplin y Senior.²⁰

b) El proceso inflacionario derivado del aumento de préstamos, presupone una expansión no compensada de los mismos. Si el ahorro,

¹⁹ Véase Mark Blaug, *ob. cit.*, pp. 210-211.

²⁰ J. A. Schumpeter, *ob. cit.*, p. 611.

por ejemplo, compensara el aumento de los préstamos, tal proceso inflacionario no tendría lugar. Con esto Thornton no lograría formular explícitamente las condiciones del equilibrio estable del mercado de fondos prestables. Para Wicksell (1898) tales condiciones suponen la igualdad entre los préstamos y los ahorros voluntarios. En parte esto fue resuelto por Thomas Joplin (1823), al ser el primero en proponer un sistema de reserva de 100% de la banca, a fin de que el interés monetario reaccionara como lo tendría que hacer ante una moneda circulante puramente metálica. Esta proposición significaba hacer de la creación de dinero circulante bancario (creación de medios de pago mediante préstamos) en algo imposible; adviértase que esta idea no incorpora la posible creación de cuasi-dinero a manos del comercio, tampoco la entrada de oro, perturbadores potenciales del equilibrio estable del mercado monetario. Este equilibrio sería posible, según Joplin, si los bancos (como prestamistas) no tuvieran la facultad de crear nuevas cantidades netas, por encima del volumen de ahorros corrientes del público, que se agregaran al total de la reserva de medios de pago. Esta idea, que Ricardo compartió, “no es otra cosa que una forma particular de formular la teoría del ahorro y de la inversión de Turgot-Smith.”²¹

c) En la referencia textual que hicimos más atrás de la obra de Thornton, este autor acepta explícitamente que el exceso de crédito, puede afectar positivamente a la producción y, por lo tanto, al empleo, o para decirlo con sus propias palabras, introduce “vientos frescos en la industria” o “nueva vida”, y así “mucho empleo”. Aceptó esto incluso para una situación después de haber alcanzado la plena ocupación, en la que la expansión crediticia puede aún producir algún efecto en la producción, pero reconociendo que este efecto sería más reducido que el efecto inflacionario. En este sentido su reflexión fue de que si algunos ingresos en dinero no aumentaban paralelamente a los precios, sus receptores podrían verse obligados a reducir sus compras de mercancías y servicios, es decir, a realizar una especie de ahorro involuntario que puede aumentar el capital real como lo aumenta el ahorro ordinariamente. Con esta idea, Thornton tiene también el mérito de haberse anticipado a la doctrina de Wicksell sobre el “ahorro forzoso”. Bentham, con su “frugalidad forzosa”, y Malthus profundizaron más sobre el tema. Ricardo, haciendo caso omiso de la idea de Thornton, se mantuvo en la postura de que el capital “ficticio” no podía

²¹ *Ibid.*, pp. 612-613.

estimular a la industria, ya que el capital puede crearse solamente por el ahorro y no por las operaciones bancarias. Jamás enfrentó el problema. Esto es compatible con el carácter esencial de su teoría cuantitativa, cuya rigidez implica la inexistencia de relación entre la cantidad de “moneda” y la producción.

Finalmente, J. S. Mill, quien titubeó entre los dos puntos de vista opuestos, crearía un mejor ambiente para que fuesen olvidados por un buen tiempo los progresos de la teoría del crédito registrados durante el periodo clásico. Permítasenos expresar mejor esta última idea con las palabras autorizadas de Schumpeter:

Después de aquello, los economistas olvidaron prácticamente todo lo relativo a ‘creación de depósitos adicionales’ y ‘ahorro forzoso’, hasta tal punto que miraron con desdén el descubrimiento de ambos supuestos por Wicksell: utilizando una frase empleada por Lord Keynes en otro aspecto, estas nociones, tan notoriamente importantes y realistas tuvieron una vida dudosa en el trasmundo económico desde 1850 a 1898, ¡lo que no deja de ser otra lección sobre las vías de la mente humana!²²

Ricardo

David Ricardo es uno de los principales exponentes de la teoría del valor-trabajo, pero al mismo tiempo un clásico de la teoría cuantitativa del dinero. En su época el crédito se desarrolló mucho y rápidamente, sin embargo, el tratamiento que hizo del sistema monetario como un sistema metálico, significó mirar hacia atrás, pues el sistema monetario, como lo pensó Ricardo, era prácticamente cosa del pasado.²³ Elabora un análisis bancario a través de la emisión sin considerar el importante papel del crédito. Esto explica, como señala Sayers²⁴, que en la obra de Ricardo no se encuentre desarrollada una teoría de la tasa de interés, o más generalmente, una teoría del corto plazo.²⁵

²² *Ibid.*, p. 613. En relación a este último aspecto, Schumpeter (véase su nota 75) hace un franco reconocimiento a Von Hayek, de quien dice elucidó brillantemente este episodio de la historia doctrinal en su “A Note on the Development of the Doctrine of ‘Force Saving’”, *Quarterly Journal of Economics*, nov./1932, y que recomienda al lector para mayores detalles.

²³ J. R. Hicks, *ob. cit.*, p. 193

²⁴ R. Sayers, “Ricardo’s views on Monetary Questions”, *Papers in English Monetary History*, Aston y Sayers (eds.).

²⁵ Al respecto, el punto de vista de Blaug (*ob. cit.*, p. 176) es el siguiente: “... la teoría clásica del valor del dinero a corto plazo es la teoría cuantitativa, en lo tocante a los metales preciosos y al papel, mientras que la teoría del costo de producción se reserva sólo para el largo plazo y para los metales preciosos”.

Sin embargo, su creencia de que los precios monetarios no afectan a las magnitudes reales de la economía, contrasta con una de sus principales preocupaciones del momento, que es la de reducir, gradualmente (después de la guerra con Francia), la cantidad de dinero a fin de alcanzar la estabilidad monetaria.

En efecto, aceptando que el Banco de Inglaterra, en situación de inconvertibilidad, tiene una facultad para expandir o contraer los medios circulantes (facultad a la que siempre se opuso), afirma:

...cuando contemplo las deplorables consecuencias que pueden derivarse de una reducción súbita y cuantiosa de la circulación, lo mismo que de un gran aumento de ella, no puedo menos que desaprobare la facilidad con que el Estado ha armado al Banco de tan formidable prerrogativa.²⁶

Para entender esta contradicción es útil considerar las circunstancias históricas en que Ricardo escribe sus obras monetarias. Estas se ubican en dos momentos importantes: el periodo de guerra con Francia y el periodo inmediatamente posterior a la misma. Durante la guerra el gobierno inglés se financió en forma significativa con créditos otorgados por el Banco de Inglaterra (banco privado entonces); por la misma guerra la balanza comercial británica se encontró en serias dificultades; habiéndose dado estos acontecimientos, en 1779 fue decretada la inconvertibilidad (y estaría vigente hasta 1819). El punto de vista de Ricardo ante este escenario fue de que la moneda británica se había depreciado; de que esta depreciación se debía a los aumentos excesivos de emisión de billetes; a su vez, que esta emisión se había incrementado por la puesta en marcha de la inconvertibilidad y, por tanto, el Banco de Inglaterra tenía la capacidad ilimitada de emisión sin riesgos de retiros de oro; finalmente, la depreciación de la moneda expresaba el aumento de precios, el cual estimuló la exportación de metales preciosos y la importación de mercancías.

Las soluciones propuestas por Ricardo a estos problemas fueron: dejar la emisión en manos del Estado, retirar las monedas de oro de la circulación; reestablecer la convertibilidad abandonada en 1779; y, retirar circulante en forma gradual.²⁷

No discutiremos cada uno de los puntos citados, además de que no es nuestro propósito, el espacio que ello ocuparía rebasa ampliamente el presente trabajo. Lo que sí nos interesa destacar es aquella recomen-

²⁶ D. Ricardo, 1817, p. 268.

²⁷ J.M. Quijano, 1982, pp. 176-179.

dación de contraer la oferta monetaria, pues con ella Ricardo mostró la postura que tuvo respecto al dinero.

En efecto, como ya indicamos, la recomendación de Ricardo fue la reducción gradual de la cantidad de billetes en circulación, ya que pensó que las disminuciones drásticas del circulante provocarían graves problemas a la industria y al comercio del país. Esto sugiere, pues, que en la concepción de Ricardo las variaciones en la cantidad de dinero, además de producir cambios proporcionales en los precios de las mercancías, pueden generar otras alteraciones, transitorias, como por ejemplo, sobre la tasa de interés. Esto se confirma con la siguiente reflexión en la que Ricardo considera el efecto del aumento del circulante:

Si por el descubrimiento de una mina, por los abusos de la Banca, o por cualquier otra causa, aumenta considerablemente la cantidad de dinero, su efecto último es elevar los precios de las mercancías en proporción al incremento del dinero; sin embargo, hay siempre, probablemente, un intervalo durante el cual se produce algún efecto sobre la tasa de interés.²⁸

O bien, ...si el Banco sacara al mercado una gran cantidad adicional de billetes, y los ofreciera en préstamo, no dejarían de afectar durante algún tiempo el tipo de interés (...). Únicamente en el intervalo entre las emisiones del Banco y su efecto sobre los precios nos daríamos cuenta de la abundancia del dinero: durante ese intervalo, el interés estaría por debajo de su nivel natural.²⁹

En el mismo sentido Hicks³⁰ encuentra en los *Ensayos* de Hume una posición similar, pues para este autor la industria puede resultar favorecida durante el “periodo intermedio” entre el aumento en la cantidad de dinero y el incremento de los precios. Esto se explica porque primero sube el precio de algunas mercancías, luego el de otras. De esta forma surgen cambios en los precios relativos y al concluir el ajuste, encontramos solamente el aumento en el nivel general de precios. Esto último quedó poco claro en Ricardo, pues se limitó a considerar que los precios “no se ajustarían inmediatamente, pero —dijo— no creo que demoren mucho en hacerlo.” Ricardo, como vemos, “aceptó resueltamente la doctrina de Thornton, al menos en forma defectuosa”³¹, pues dejó varias ideas indicadas sin más explicación o desarrollo. Este es el caso

²⁸ D. Ricardo, *ob. cit.*, p. 223.

²⁹ Referencia citada por J.M. Quijano, *ob. cit.*, p. 6.

³⁰ J.R. Hicks, *ob. cit.*, p. 191.

³¹ J.A. Schumpeter, *ob. cit.*, p. 611.

cuando nos dice que una eliminación súbita de la cantidad de dinero causaría “ruina y angustia”; o bien, cuando considera que los aumentos en la cantidad de dinero pueden bajar transitoriamente la tasa de interés hasta ubicarla “por debajo de su nivel natural”. Con esta última idea Ricardo (lo mismo que Senior) intentó decir algo similar a la “tasa real” de Wicksell y que vemos confirmada con otra frase más, también “defectuosa”, en la que considera que el interés del dinero no está “regulado” por el Banco:

...sino por la tasa de ganancias que puede obtenerse con el empleo de capital, lo que es totalmente independiente de la cantidad o del valor del dinero.³²

Ante estas ideas poco claras sobre la teoría de los préstamos bancarios uno se pregunta: ¿cuál o cuáles son los motivos que llevaron a Ricardo a reflexionar de tal forma cuando que Thornton ya había adelantado un buen tramo en el mismo terreno? Para darnos una respuesta permítasenos recuperar, nuevamente, el punto de vista proporcionado por Schumpeter:

Aquí, como en otra parte, Ricardo era prisionero de las ideas concebidas una vez por todas. En este caso, había clavado sus banderas en el mástil de una teoría cuantitativa rígida. La teoría cuantitativa implica que no existe relación entre la cantidad de ‘moneda’ y la producción. Y claro está que no podía admitir lo que en último término podía representar otra teoría.³³

J. S. Mill

Mill escribió después de Ricardo y Thornton y existen pruebas de que conoció sus obras. A diferencia de Ricardo, Mill mostró plena conciencia de que su análisis estaba referido a una economía crediticia. Esto de alguna forma tiene justificación por la época que le corresponde vivir. En efecto, Mill escribió sus obras durante las primeras crisis más significativas del crédito. Ricardo murió en 1823 (y Thornton en 1815), y dos años más tarde, en 1825, sucede la primera de las notables crisis crediticias que caracterizarían a la historia económica de Inglaterra en el siglo XIX (1825, 1839, 1847, 1857, 1866). “Mill debía tomar posición ante esto”,³⁴ y así lo hizo.

2893119

³² D. Ricardo, *ob. cit.*, p. 271.

³³ J. A. Schumpeter, *ob. cit.*, p. 613.

³⁴ J. R. Hicks, *ob. cit.*, p. 195.

En su obra³⁵, inicialmente nos presenta su punto de vista de la formación de la tasa de interés. Parte de una diferenciación entre la ganancia y el interés. Entiende que los beneficios brutos están integrados por un premio por el riesgo (“remuneración al riesgo”), por los salarios de los administradores (“molestias”) y el interés (“capital mismo”). Con esto Mill distingue entre el capitalista que gana un interés por la “abstinencia” y el “empleador (o empresario) que gana una compensación por el riesgo. Digamos lo anterior con sus propias palabras. La “ganancia bruta del capital” se divide en tres partes, que son respectivamente:

...la remuneración del riesgo, las molestias y el capital mismo; y pueden llamarse: seguro, salarios de dirección e interés. Después de compensar el riesgo, esto es, después de cubrir las pérdidas a que por término medio se halla expuesto el capital por las condiciones sociales en general o por los riesgos especiales inherentes al negocio de que se trate, queda un excedente, una parte del cual se destina a recompensar al dueño del capital por su abstinencia, y la otra remunera al patrón por el tiempo que dedica al negocio y las inquietudes que éste le ocasiona.

Derivada así la tasa de interés, Mill completa su argumento refiriéndose al papel del mercado (oferta y demanda) de préstamos como determinante de las proporciones que de la “ganancia bruta del capital” reciben el empresario y el “dueño del capital”:

Cuánto recibe uno y cuánto otro, se ve por el monto de la remuneración que el patrón da al dueño del capital, cuando ambas funciones están separadas, por el uso que ha hecho éste. Es evidente que esto es una cuestión de demanda y oferta, sin que tengan éstas un significado y un efecto distinto del que tienen en los demás casos. El tipo de interés será aquél que iguala la demanda de préstamos con su oferta.³⁶

La demanda de préstamos está integrada por la demanda de inversión (“préstamos para empleos productivos”), más la demanda del gobierno (“empréstitos”), la de los terratenientes y la demanda de consumo improductivo. La oferta de fondos está compuesta por el ahorro más los billetes y los depósitos bancarios.

De lo anterior Mill deduce que la tasa de interés está sujeta a modificaciones debidas a cambios en la demanda y la oferta de fondos, independientemente de la tasa de beneficios. Esto es significativo pues demuestra la falsedad que los economistas clásicos no distinguieron

³⁵ J. S. Mill, 1848, pp. 547-558

³⁶ *Ibid.*, p. 547.

nunca entre la tasa de interés del mercado y el rendimiento del capital, Thornton ya lo había hecho.³⁷

Continuando con el planteamiento de Mill, él entiende que la tasa de interés es muy cambiante debido a que “la demanda como oferta de préstamos fluctúan más que cualquier otra clase de oferta y demanda”, pero más adelante nos dice:

Sin embargo, tiene que haber, como en otros casos de valor, algún tipo que (en el lenguaje de Adam Smith y Ricardo) pueda llamarse el tipo natural: algún tipo alrededor del cual oscile el tipo de mercado y al cual tienda siempre a volver.

Es evidente que trata de recuperar lo dicho por Smith y Ricardo (así como el teorema fundamental del equilibrio de Thornton, aunque no lo menciona), ya que pensó que en equilibrio la tasa de interés del mercado debe ser igual a la tasa de rendimiento del capital, en donde esta tasa de interés está determinada en última instancia por fuerzas reales. En efecto,

Este tipo —el natural— depende en parte del importe de la acumulación que tiene lugar entre las personas que no pueden atender por sí mismas al empleo de sus ahorros, y en parte de las inclinaciones que existen en la comunidad por las diferentes formas de actividad o la independencia del rentista.³⁸

Vemos pues, que en retrospectiva, Mill estuvo influenciado por Smith, Thornton y Ricardo, y en perspectiva fue cercano a Wicksell. Sin embargo, Mill fue mucho más claro que Ricardo. Aceptó el análisis de Thornton, “aunque probablemente bajo la influencia de Tooke, suavizó su tono”:

Lo hizo así mediante la fórmula de que los préstamos hechos por los bancos en cuanto prestamistas influyen en la tasa de interés y no en los precios, pero que, puesto que la ‘moneda circulante usada comúnmente es una moneda circulante proporcionada por los banqueros, se emite toda ella en forma de préstamos’.... los préstamos hechos por los bancos en cuanto representan creación de moneda circulante actúan sobre los precios y no sobre la tasa de interés.³⁹

Lo anterior significa que la *cantidad* de dinero como tal no influye sobre la tasa de interés, pero un *cambio* de la cantidad de dinero altera

³⁷ Véase Blaug, *ob. cit.*, p. 260.

³⁸ J. S. Mill, *ob. cit.*, p. 548.

³⁹ J. A. Schumpeter, *ob. cit.*, p. 612.

necesariamente la tasa de interés. Así es como efectivamente nos lo dice Mill:

Pero si bien la mayor o menor cantidad de dinero no afecta de por sí al tipo de interés, un cambio desde una menor a una mayor cantidad de dinero, o desde una mayor a una menor, puede afectarlo y en realidad lo afecta.⁴⁰

No puede ser más claro que la teoría del crédito, desde sus primeras versiones, es una teoría de *flujos y no de acervos*, pues se refiere al *cambio* de las variables monetarias durante un intervalo de tiempo. En efecto, Mill alude al intervalo en que se produce la variación de precios y dentro del cual se ve modificada la tasa de interés, “temporalmente”, por efecto de los cambios en la cantidad de dinero.

Así pues, el tipo de interés depende esencial y permanentemente de la cantidad relativa de capital real ofrecida y demandada en calidad de préstamos; pero se halla sujeta a perturbaciones temporales de varias clases por el aumento y disminución del medio circulante; perturbaciones que son *más bien complicadas y algunas veces* directamente opuestas a lo que parece a primera vista.⁴¹

Esta idea, expresada en forma franca, de que el dinero afecta a la tasa de interés, mientras está en “proceso” la variación de precios, en Ricardo, tal y como lo indicamos, aparece solamente como “probable”, y ello se debió a que Ricardo terminó por desentenderse de la propuesta de Thornton relativa al “ahorro forzoso” para adoptar la idea de que el capital “ficticio” no puede estimular a la industria y, por tanto, que el capital pueda crearse solamente por el ahorro y no por las operaciones bancarias. En Mill no sucedió así, a pesar de la fuerte influencia de Ricardo, pues sostuvo finalmente la idea de “creación de depósitos adicionales” y la de “ahorro forzoso”. Son estos conceptos prácticamente los que serían olvidados por los economistas, y su olvido fue “hasta tal punto que miraron con desdén el descubrimiento de ambos supuestos por Wicksell.”

Mill, como Thornton, tuvo plena conciencia de que su análisis estaba referido a una economía crediticia. Ricardo trató al sistema monetario como un sistema metálico. Esta diferencia teórica fundamental se expresó en una diferencia práctica o de política monetaria. Ricardo, como expresión de una corriente de pensamiento entre los economistas clásicos, defendió la idea de que el crédito funcionara como lo hacía

⁴⁰ J. S. Mill, *ob. cit.*, p. 554.

⁴¹ *Ibid.*, p. 556.

el dinero metálico, sobre la base de regulaciones automáticas. En cambio, Thornton y Mill, defendieron la idea de que el dinero crediticio debía ser administrado o controlado, tarea nada fácil, admitieron.

¿Qué sucedió con estas dos corrientes de pensamiento, después de Mill, en el periodo neoclásico?, se pregunta Hicks; él mismo nos da la respuesta: la doctrina ricardiana se hizo doctrina oficial y en la práctica se impuso la escuela Thornton-Mill, aunque en apariencia predominó la doctrina ricardiana como práctica. Vieja historia, pero significativa, pues se demuestra, dice Hicks, que:

No todos los economistas clásicos opinaban igual. Había diferencias y algunas de estas diferencias que entonces aparecieron por vez primera, hoy todavía son relevantes.⁴²

Los años 30

De la exposición anterior queda claro que el interés en la teoría clásica, casualmente, fue considerado como un mecanismo que llega a afectar a la producción y el empleo, y que, más bien, fue adoptado, fundamentalmente, como el mecanismo “indirecto” que conecta a la oferta monetaria, *M*, y los precios, *P*. Veamos ahora qué sucede con el desarrollo posterior de esta teoría.

La teoría cuantitativa del dinero, hasta los años 30 del presente siglo, prácticamente era la teoría del dinero de todo el mundo, a pesar del reiterado ataque de algunos autores. Las tres versiones similares, pero con diferencias importantes, de la teoría cuantitativa eran entonces las siguientes:

- a) El enfoque de las transacciones (o simplemente versión “transacciones”) popularizado por la obra de Irving Fisher.
- b) El enfoque del saldo en efectivo (o versión “Cambridge”) desarrollado por A. Marshall, A. C. Pigou y K. Wicksell.
- c) El enfoque del ingreso de Keynes, que culminó con la introducción explícita del concepto de la velocidad-ingreso del dinero por parte de Pigou.⁴³

⁴² J. R. Hicks, *ob. cit.*, p. 196.

⁴³ Las obras significativas en el tema de los economistas mencionados son: I. Fisher, *Purchasing Power of Money*, 1911; A. Marshall, *Money Credit and Commerce*, 1923; A. C. Pigou, *El valor del dinero*, 1917-18 e *Industrial Fluctuations*, 1927-18; Wicksell, *Interest and Prices*, 1898 y *Lecciones de Economía Política*, 1902; J. M. Keynes, *Teoría General de la Ocupación, el Interés y el Dinero*, 1936.

La base de la teoría cuantitativa era la correlación observada frecuentemente entre los cambios del nivel de precios y los cambios sustanciales en la cantidad de dinero. A su vez el examen de la relación de los precios observados ante cambios en la cantidad de dinero se sostenía en la relativa estabilidad de la velocidad de circulación, V , o la velocidad ingreso del dinero, Y/M . Esto no significa que los partidarios de la teoría cuantitativa trataran la velocidad como una constante natural, en donde la "ecuación de cambio" se reduce a una identidad en lugar de una relación de equilibrio.

La expresión $MV = PT$, se llegó a considerar como una igualdad obvia a la cual se reducía la antigua teoría cuantitativa, porque T (el volumen de transacciones) estaba determinada por fuerzas reales mientras que V se tomaba como un dato institucional.

Esta interpretación de la teoría cuantitativa privó de sentido al mecanismo equilibrador mediante el cual actúa sobre los precios un aumento de la cantidad de dinero; recordemos que esta interpretación separa en dos el proceso de determinación de los precios, en tal forma que implica la Identidad de Say.

Fisher y Wicksell estaban bien concientes del mecanismo equilibrador que da a la teoría cuantitativa la calidad de teoría y no de una idea sin sentido; estos autores reconocieron y nunca perdieron de vista la distinción fundamental existente entre los saldos monetarios activos y pasivos, entre el dinero como un medio de cambio y el dinero como un almacén de valor.

Es muy probable que la teoría cuantitativa clásica se haya concentrado más en las implicaciones del dinero en el largo plazo; el cambio en el acervo de dinero afecta directamente a los precios, sin modificar a la tasa de interés.

En forma generalizada no podría afirmarse lo mismo para la teoría cuantitativa neoclásica de principios del siglo XX, ya que hubo casos en que se insistió en los problemas de corto plazo, en la inestabilidad de V en el mismo sentido, antes que en la proporcionalidad del dinero sobre los precios a largo plazo.

Fisher frecuentemente ha sido considerado como el caso típico de la teoría cuantitativa rígida (al estilo de Ricardo), sin embargo, analizó considerablemente el problema de los "periodos de transición", en los cuales cambia tanto T como V . Supuso que estos "periodos de transición" duraban 10 años en promedio, por esto se pasó el resto de su vida escribiendo propuestas monetarias para afrontar las fluctuaciones cíclicas de tales "periodos de transición".

Wicksell, por su parte, concentró su atención en el problema del “proceso acumulativo”, que es esencialmente un fenómeno de desequilibrio a corto plazo.

En forma similar, los seguidores de la teoría monetaria marshalliana (como Pigou, Robertson, Lavington y el joven Keynes) escribieron sobre la cuestión del ciclo económico y el papel del dinero en las fluctuaciones industriales.

Una concentración más acentuada en el análisis a corto plazo lo encontramos entre los teóricos cuantitativos de Chicago de los años 30, como es el caso de Simons.

Todos estos autores tuvieron en común una falta de interés por la relación de equilibrio existente a largo plazo entre el dinero y los precios, y una preocupación extrema por los asuntos de política económica a corto plazo, relacionados con la estabilización del nivel de precios por medio de acciones monetarias apropiadas.

Fisher y Marshall

Existe un punto de vista muy divulgado que insiste en que Fisher se esforzó por no adoptar una teoría rígida, pues analizó “los efectos temporales durante el periodo de transición”, lo que resulta opuesto a lo que llamó “efectos permanentes o finales”. Esto, se dice, hace evidente que su ecuación de intercambio sólo es válida en el equilibrio a largo plazo. Asimismo, se reconoce que Fisher admitió una relación retrasada entre la tasa de interés y el nivel de precios, y que eso permitía que T influyera sobre V y M . Por lo tanto, se concluye que en realidad Fisher no consideró a V como un dato institucional, pues discutió detalladamente las fuerzas que la determinan.

Veamos. De acuerdo con lo anterior, T es el volumen real de todas las transacciones del mercado durante un periodo de tiempo; V es el número de transferencias monetarias entre individuos y empresas durante el mismo periodo de tiempo relacionado con todas las compras y transacciones financieras; M representa las monedas, billetes y depósitos a la vista, en el supuesto de que los requerimientos de reservas se determinan por convenciones rígidas y que los depósitos a la vista guardan una relación estable con la circulación comercial.

Si Y se define como el ingreso nacional real anual, V_y se convierte en el número de veces que una unidad de dinero sale de los saldos en efectivo de los receptores finales de ingreso durante un año; la cantidad total de dinero que la comunidad desee mantener en forma de saldos en efectivo puede expresarse como cierta proporción, K , del ingreso

anual real. De esta forma se deriva la ecuación del ingreso de Cambridge: $M = KPY$. Con excepción de la definición diferente de T y el índice de precios asociado, la ecuación del ingreso es idéntica a la ecuación de transacciones $M = PT/V$.

El enfoque del saldo en efectivo se centra en la demanda de dinero para transacciones. Pero aún es posible encontrar que el enfoque de las transacciones también incorpore una teoría de la demanda de dinero. Desafortunadamente, ambas teorías no incorporan explícitamente a la tasa de interés como el costo de la conservación del dinero, y no tomaron en cuenta a la tasa de cambio de los precios junto con el cambio del nivel de precios. El motivo de esto es que sus ecuaciones son sólo válidas en el equilibrio cuando la tasa de interés ha vuelto a su nivel anterior y la tasa de cambio de los precios ha bajado a cero.

Un examen más cuidadoso nos llevaría a establecer mejor las diferencias significativas entre la ecuación de cambios de Fisher y la expresión de Cambridge (Marshall-Pigou). Es en este sentido hacia donde apunta el trabajo de Laidler.⁴⁴ Este autor nos dice que ambas expresiones monetarias tienen una trayectoria diferente, pero tanto su inicio como su final (en el que la escuela de Cambridge sí logra presentar una expresión formal de la función de demanda de dinero) son muy parecidos. Laidler confronta las dos expresiones de la siguiente forma:

<i>Fisher</i>	<i>Cambridge</i>
$M_S \cdot V_T = P \cdot T$	$M_D = K \cdot P \cdot Y$
$M_S \cdot \bar{V}_T = P \cdot \bar{T}$	$M_S = K \cdot P \cdot Y$
$M_D = \bar{K}_T \cdot P \cdot \bar{T}$	
$M_D = M_S$	$M_D = M_S$ (Condi- ción de equilibrio)
$M_S / \bar{K}_T = M_S \cdot \bar{V}_T = P \cdot \bar{T}$	$M_S / K = M_S \cdot V = P \cdot Y$
$V_T = 1/\bar{K}_T$	$V = 1/K$

De esta confrontación Laidler indica que en Fisher la cantidad de dinero es aquella que debe tenerse para realizar un volumen determinado de producto o de transacciones; su punto de partida por esta razón

⁴⁴ David Laidler, 1982, pp. 61-81.

es macroeconómico y el concepto velocidad-transacciones que se deriva, V_T , se refiere al número de veces que una unidad de dinero pasa físicamente de una mano a otra. En cambio, en la formulación Cambridge la cantidad de dinero es aquella que desea tener un individuo, dado que su deseo de realizar transacciones hace que la posesión de dinero sea realmente deseable; de esto se infiere que su punto de partida es de orden microeconómico y el concepto velocidad renta, que le es propio, está referido a la tasa de circulación del dinero con respecto a la tasa de producción de la renta real.

Laidler piensa que ambas teorías parecen llegar a conclusiones semejantes sobre la función de la política monetaria y fiscal para el control del nivel de ingreso. Sin embargo, en Fisher las cosas no cambian prácticamente en el corto plazo y, en cambio, en Cambridge se presentan variables que es posible que fluctúen significativamente en periodos bastante cortos. En efecto, aquí la demanda de dinero, además de depender de las transacciones que el individuo piensa realizar y del nivel de riqueza, está en función del "coste de oportunidad de mantener dinero", es decir, la tasa de interés, así como de las expectativas de cambio en los precios a futuro. En suma, Cambridge intentó profundizar en el análisis de sus variables, en lugar de establecer una teoría formal del mercado de dinero. En Fisher, es posible que la tasa de interés sea determinante de la demanda de dinero, lo cual es muy discutible, pues ello tiene un peso poco significativo en su análisis. Cambridge tampoco incluyó formalmente a la tasa de interés, pero sugirió y llamó la atención sobre qué variables, como ésta, pueden ser importantes en la determinación de la demanda de dinero.

A pesar de esto último, las versiones Fisher y Cambridge de demanda de dinero, al no incluir explícita y formalmente a la tasa de interés, se expusieron a interpretaciones muchas veces erróneas de su procedimiento. Una versión ingenua de la teoría, que gradualmente ganó aceptación, sostenía que la única motivación para mantener efectivo era el deseo de evitar la vergüenza de no poder pagar por una mala sincronización de los gastos y los ingresos. Por lo tanto, V o K no se consideraron como funciones del nivel del ingreso real y de la tasa de interés, sino como constantes institucionales. De acuerdo con la teoría del dinero, se decía, la rotación del acervo monetario era inelástica en relación con la tasa de interés.

Marshall hizo énfasis en el "mecanismo directo" que conecta a M y P , en la tradición de Cantillon y Hume. No omite el "mecanismo indirecto", pero no lo desarrolla ampliamente.⁴⁵ Hicks, por ello, califica a esta teoría como una teoría limitada, haciendo referencia no sólo a

Marshall, sino también a la teoría clásica, pues cuando se aplica al análisis de las fluctuaciones industriales, y el ingreso monetario presenta cambios importantes, sólo tiene la posibilidad de explicar estos cambios por variaciones en M o en K o, finalmente, por cambios en la distribución. De estas alternativas, los cambios en M es el caso más simple, evidente y que más aceptación ganó. ¿Cómo entendió esto último Marshall? Hicks lo cita textualmente:

El nuevo dinero en circulación no va a personas privadas, sino a los centros bancarios; por tanto, incrementa, primero, la disposición de los prestamistas a prestar haciendo bajar la tasa de descuento. Pero después tiende a aumentar los precios y, como consecuencia, a incrementar la tasa de descuento.⁴⁶

En opinión de Hicks esta explicación, “un tanto burda”, aparentemente es correcta, pero si se revisa en detalle es cuando entonces surgen las dificultades. Esta es la razón por la cual se pregunta:

¿Qué es lo que determina la cantidad de dinero necesaria para conseguir una disminución dada de la tasa de interés? ¿Qué es lo que determina el tiempo durante el cual regirá esta tasa baja de interés? Estas cuestiones no tienen respuesta fácil.⁴⁷

En efecto, este asunto es más complejo, sin embargo, corresponde a Wicksell, incluso antes que Marshall, hacer la presentación menos “burda”, más cuidadosa del papel de los préstamos bancarios, es decir, de la conexión entre la oferta de dinero bancario y la tasa de interés, aunque su exposición se remitiera esencialmente a mostrar el mecanismo indirecto que relaciona a la oferta de préstamos con los precios. No obstante, la presentación hecha por Wicksell de este mecanismo representa su mayor aportación a la teoría monetaria. En *Interest and Prices* (1898), lo analiza sin incluir prácticamente al mecanismo directo, pero en el segundo volumen de sus *Lecciones de Economía Política* (1906) combinó el mecanismo directo, que se apoya en el efecto de los saldos reales, con una nueva versión del mecanismo indirecto.

Así, Wicksell fue el primero en desarrollar sistemáticamente, después de Stuart Mill, las implicaciones de las ideas de Thornton. Recordemos que este último sostuvo que la expansión del crédito sólo puede expresarse o volverse efectiva a través de una reducción de la

⁴⁵ Blaug, *ob. cit.*, p. 759.

⁴⁶ A. Marshall, *Money, Credit and Commerce*, Londres, MacMillan, 1923, p. 257, citado por Hicks, *ob. cit.*, p. 158.

⁴⁷ *Ibid.*, p. 158.

tasa de interés monetaria. Así, en cuanto se detiene el aumento del crédito, los precios se ajustan a la nueva magnitud del acervo monetario y la tasa de interés regresa a su nivel de equilibrio anterior, determinado por la tasa de rendimiento del capital real. Según esto, sería de esperarse que la tasa bancaria y el nivel general de precios se movieran en direcciones opuestas. Pero Thomas Tooke⁴⁸, el crítico más destacado de la teoría monetaria ricardiana, demostró lo contrario, es decir, que la tasa de interés del mercado y el nivel de precios están positivamente correlacionados.

Este descubrimiento, confirmado en épocas posteriores, fue bautizado por Keynes como la “paradoja de Gibson”. La paradoja se apoya en que la acumulación de capital y el cambio técnico tienden a modificar la tasa real independiente de las fuerzas monetarias. Así, la tasa bancaria se queda rezagada frente a la tasa real. Este argumento en manos de Tooke pareció cuestionar todo el mecanismo. Wicksell trató de explicar la paradoja y de defender al mismo tiempo la teoría cuantitativa contra sus críticos, proporcionando así una descripción más detallada de su *modus operandi*.

Wicksell

Hemos señalado el lugar que tendría el planteamiento de Knut Wicksell en la teoría monetaria. Corresponde entonces presentar su concepto novedoso del “mecanismo indirecto” que relaciona a M y P.⁴⁹

La explicación de Wicksell supone inicialmente un “sistema de efectivo puro”. Este supuesto significa que el “dinero” es definido sólo como monedas y billetes, y los incrementos de los depósitos de cheques se tratan como aumentos de la velocidad de las reservas bancarias metálicas, por la obligación de los bancos de conservar el 100% de sus depósitos en forma de reservas metálicas. Después incorpora un supuesto extremo, esto es, el de un “sistema de crédito puro”, donde la única forma de las reservas bancarias es el crédito del Banco Central y el “dinero” aparece definido sólo por los depósitos de cheques.

Veamos primeramente el modelo que supone un “sistema de efectivo puro”. Este consiste en que una baja efectiva de la tasa bancaria —baja que reduce la tasa de interés del mercado— tiende a elevar el volumen de inversión por unidad de tiempo. Bajo competencia perfec-

⁴⁸ T. Tooke. *History of Prices*, 1838-1857.

⁴⁹ Resumimos la exposición presentada por Wicksell (1898, pp. 102-121, así como 1902, pp. 353-369).

ta, se elevarán los precios de los bienes de capital y los precios de los bienes de consumo no bajarán por lo menos. Si existe pleno empleo, se elevará todo el nivel de salarios y precios. Pero esto desplaza hacia arriba las funciones de demanda de bienes de capital, así el aumento de precios se volverá “acumulativo” ante una reducción dada a la tasa bancaria.

Sin embargo, si las reservas se mantienen en metales monetarios, se detendrá el proceso acumulativo. En el impulso inflacionario, hay una fuga interna y externa hacia la circulación de mano a mano, y los bancos se topan con un requerimiento legal o convencional de reservas, porque el aumento de los depósitos reduce la proporción de reservas, así como las reservas absolutas, que es lo más importante. Por lo tanto, se actuará para proteger las reservas. Se elevará la tasa bancaria para frenar la inflación. Así, si el nivel de precios decae durante un aumento de la tasa bancaria, la acumulación progresiva de reservas excedentes obliga a los bancos, por falta de ganancias, a reducir la tasa bancaria para estimular los préstamos. Esto ayuda a restablecer el equilibrio.

A continuación presentamos el modelo que supone un “sistema de crédito puro”. En este caso no existe el efecto de freno de las limitadas reservas bancarias. El proceso es autopropulsado. Aunque el ahorro forzado y el efecto del saldo real podrían moderar el alza de precios, el hecho es que las autoridades monetarias pueden determinar ahora a voluntad el nivel de precios mediante variaciones adecuadas de la tasa bancaria. En el mundo real, la elasticidad del crédito bancario no es infinita como en el caso de un “sistema de crédito puro”, ni igual a cero como en el “sistema de efectivo puro”. Las autoridades monetarias pueden iniciar un movimiento acumulativo, pero tarde o temprano se ven obligadas a detener el proceso. El proceso acumulativo de Wicksell sólo trata de encontrar los determinantes de la oferta monetaria bajo diversas instituciones bancarias para demostrar que no es correcta la descripción de la teoría cuantitativa del dinero sólo como una teoría de la demanda de dinero.

El mecanismo directo de incidencia de M sobre P , que produce un proceso acumulativo, está asociado a un concepto de equilibrio, pues para Wicksell el equilibrio monetario es la otra parte de su teoría que no podía faltar para completar su planteamiento.

En efecto, el equilibrio en Wicksell aparece como función de la relación entre la tasa de interés del mercado y la tasa de interés “natural”, aquella en la que se apoyaron sus predecesores. La primera que depende de la política monetaria, bajo determinadas condiciones, y la segunda, que se refiere a la tasa de interés que existiría si los bienes

de capital se presentaran *in natura*. Esta relación de tasas aparece en su *Interest and Prices*. En realidad la tasa “natural” es un concepto confuso, pues en una economía de trueque no hay una sólo tasa de interés; en ausencia de dinero, los rendimientos físicos de los bienes de capital heterogéneos no pueden reducirse a un denominador común y hay tantas tasas de interés propias como bienes haya. Sin embargo, podría pensarse que la tasa de interés “natural” se refiere a un promedio estadístico de las tasas propias de bienes diferentes.

De acuerdo a lo anterior, podríamos pensar que no hay necesidad de un instrumento tan complicado. Wicksell llegó incluso a lamentarse de su terminología; en la única ocasión en que optó por expresar su teoría en inglés utilizó frases como “lo ordinario”, “la tasa natural” y “los beneficios medios del capital”, como sinónimo de la tasa de interés “natural”. También la definió como el “rendimiento esperado del capital de nueva creación”, que se refiere prácticamente a la tasa interna de rendimiento o a la eficiencia marginal del capital de Keynes.

Señalada esta ambigüedad, corresponde destacar que el proceso acumulativo estará en función precisamente de la relación entre aquellas dos tasas: la del mercado y la “natural”, es decir, el proceso acumulativo surge por una discrepancia existente entre el costo de tomar prestado capital y la tasa interna de rendimiento de una inversión.

En efecto, expliquemos esta idea. Un proceso de desequilibrio es así una situación donde la inversión neta es positiva y crece continuamente de un periodo a otro. Esto no crea inflación si el proceso acumulativo produce también un ahorro voluntario adicional. Las autoridades deben frenar la inversión a las primeras señales de inflación mediante la elevación de la tasa bancaria. Así pues, si la economía está operando a niveles de pleno empleo, la regla es que una tasa bancaria que preserve la estabilidad de los precios tendrá que fijarse a un nivel que asegure que la inversión neta no supere al ahorro voluntario.

Con un nivel de precios estable, la tasa de interés del mercado o monetaria será una expresión directa del rendimiento esperado de la inversión. Al mismo tiempo, esta tasa de rendimiento esperado de la inversión será igual a la tasa bancaria. Según esto, nos dice Blaug, entonces debemos tener en mente tres tasas y no dos: la tasa de rendimiento de la inversión, la tasa de interés monetaria y la tasa bancaria. Así, si la tasa bancaria diverge de la tasa de interés monetaria vigente, el nivel de precios empezará a moverse, y esto creará una divergencia adicional, como habían demostrado Marshall y Fisher, entre la tasa monetaria y la tasa de rendimiento real de la inversión.

Un ejemplo ilustrará esto último. Con una tasa del 5%, un aumento de 1% en los precios hace que la tasa efectiva de los préstamos baje al 4%, es decir, se iguale a una tasa nominal de 4% a precios constantes. Así pues, una vez que los precios hayan empezado a aumentar, la inflación se verá agravada porque los deudores pueden pagar menos que el valor real de los fondos que recibieron en préstamo. Esto significa también que los bancos se verán inducidos ahora a elevar sus tasas de préstamos porque de otro modo sufrirán pérdidas de capital en sus préstamos a causa de la depreciación.

Con esto llegamos a los tres criterios del equilibrio monetario de Wicksell, es decir, la tasa de interés de los préstamos estará en equilibrio si es igual a la tasa:

- a) que corresponda más o menos al rendimiento esperado del capital de nueva creación;
- b) a la que se igualen la demanda de capital de préstamos y la oferta de ahorro;
- c) en la que el nivel general de precios de los bienes no tienda a subir ni a bajar.⁵⁰

Estos tres criterios constituyen en conjunto los requerimientos del “dinero neutral”, un sistema monetario administrado de tal forma que el nivel de precios permanezca estable a lo largo de la ruta de crecimiento de la economía.

Síntesis

En la exposición que acabamos de realizar encontramos los primeros planteamientos de la tasa de interés en la teoría del crédito. El desarrollo de esta interpretación la localizamos originalmente en la teoría cuantitativa clásica cuyos autores más representativos (Thornton, Ricardo y Mill) examinaron a la tasa de interés concentrando su análisis en el mercado de oferta y demanda de préstamos, es decir, con excepción de Ricardo, la estudiaron suponiendo una economía exclusivamente crediticia (equilibrio parcial), lo que significa una falta de realismo, diría Hicks (1937). Adoptando este mismo supuesto, corresponde a Wicksell (1898 y 1902), frente a sus antecesores, elaborar la mejor exposición del modo como opera la tasa de interés de los

⁵⁰ Blaug, *ob. cit.*, p. 762.

préstamos (“mecanismo indirecto”), resumiendo con ello una larga tradición –por un tiempo interrumpida– iniciada prácticamente por Henry Thornton (1802). Tal es la aportación de Wicksell que su obra monetaria sería el punto de partida de otros economistas (Robertson, Ohlin y Hawtrey) que se encargarían de desarrollarla y de darle un perfil más acabado.

**II. INTERÉS REAL Y
EL MODELO DE
LOS FONDOS PRESTABLES**



2893119

En este capítulo construiremos un modelo que sintetice las ideas básicas de la teoría de los fondos prestables con la finalidad de que tengamos explícitamente identificados los puntos de referencia esenciales del debate que nos interesa exponer en los tres capítulos siguientes.

Para ello diseñaremos inicialmente un modelo muy simple de equilibrio parcial que ilustre la proposición básica de la tradición prekeynesiana de la teoría cuantitativa: los cambios en la oferta monetaria sólo tienen un efecto, es decir, se traducen sólo en un cambio proporcional en el nivel de precios, lo cual indica que los cambios de la oferta de dinero no afectan a la tasa de interés.

De acuerdo con lo anterior veremos que la tasa de interés resulta ser un fenómeno real, pues las únicas variables que afectan a la tasa de interés, a largo y a corto plazo, son el ahorro y la inversión, por lo que su efecto es independiente de los cambios ocurridos en la oferta monetaria.

Inmediatamente después retomaremos este modelo para agregarle el mercado monetario y obtener de esta forma un modelo monetario de los fondos prestables, también de equilibrio parcial, y en el que será posible que la tasa de interés sea en parte un fenómeno monetario, pues estará determinada por las fuerzas reales del ahorro y la inversión, pero también por las fuerzas monetarias de la demanda y la oferta de dinero.

Para obtener un modelo más completo que satisfaga nuestro objetivo será necesaria la incorporación de las relaciones existentes entre los mercados de dinero y bonos, por una parte, y por lo menos los mercados de bienes, por la otra. Para examinar estas relaciones es útil el método neoclásico del equilibrio general que permite el estudio del efecto de un cambio de la oferta monetaria sobre la tasa de interés entre dos posiciones de equilibrio, una inicial y otra posterior. Así, si se registra un cambio en la tasa de interés, estaremos en presencia de un fenómeno monetario, en caso contrario, tendremos un fenómeno real. Este último punto de vista es precisamente el que sostuvieron los teóricos de los fondos prestables, como Robertson,¹ y es la razón por la que finalmente construiremos un tercer modelo, ahora bajo un esquema de equilibrio general y que nos permitirá ver si el dinero es o no neutral bajo ciertos supuestos.

¹ Gordon A. Fletcher, 1987, pp. 27-181.

Modelo con bonos

Como indicamos más arriba, aquí construiremos primeramente un modelo muy sencillo de equilibrio parcial, pues en él consideraremos sólo al mercado de bonos. La tasa de interés a la que nos referiremos, por tanto, será la tasa de interés de los bonos, ésta, como sabemos, se relaciona inversamente con su precio, por ello, las fuerzas que la determinan deben analizarse en el mercado de bonos.²

El mercado que consideramos tiene sus componentes de oferta y demanda. La oferta de bonos (B_s) expresa el deseo de las empresas de invertir y emitir bonos para financiar la inversión (I); si incorporamos un concepto de planeación, tendremos que la oferta planeada de bonos es igual al nivel planeado de la inversión, es decir, $B_s = I$. Por su parte, la demanda de bonos (B_d) supondremos que surge sólo del deseo de los consumidores por ahorrar y comprar bonos con la porción ahorrada del ingreso (S); la demanda planeada de bonos es igual al ahorro planeado, es decir, $B_d = S$. De acuerdo con lo anterior, las pendientes de las curvas de oferta y demanda de bonos serían las siguientes: la curva de oferta tiene pendiente negativa, pues una baja de la tasa de interés (de r^* a r' , por ejemplo) aumenta la inversión deseada y, por tanto, la oferta planeada de bonos; la curva de demanda de bonos tiene pendiente positiva, ya que al bajar la tasa de interés también disminuye el ahorro planeado y por ello la demanda planeada de bonos.

La inversión y el ahorro aquí empleados son conceptos de *flujo*, característica de la teoría de los préstamos, desde su origen tal y como lo vimos en el capítulo anterior, por esto las curvas de demanda y oferta deben relacionarse con la demanda y oferta del flujo de bonos. Por ejemplo, la curva de oferta se refiere al deseo de las empresas de aumentar el acervo de bonos vigentes, es decir, de emitir nuevos bonos. Es por esto que en este modelo interesa la demanda y oferta de bonos nuevos, antes que el *acervo* de bonos existentes.

El uso de conceptos o variables de flujo nos lleva necesariamente a la especificación del período de tiempo al que se refiere el modelo. Aquí supondremos que el tiempo se divide en semanas, luego, las curvas de demanda y oferta se refieren al flujo de bonos nuevos por semana.

En nuestro modelo existe una función de demanda y una de oferta, su igualdad determina la tasa de interés de equilibrio. La condición de

² L. Harris, *ob cit.*, pp. 367-376

equilibrio es $B_d = B_s$. Y dado que la demanda y la oferta de bonos se igualan al ahorro y la inversión, respectivamente, podemos indicar de otra forma la condición de equilibrio: $S = I$.

En consecuencia en el modelo la tasa de interés se ha determinado sólo por la igualdad del ahorro planeado y la inversión planeada.

Al respecto es conveniente hacer dos observaciones:

1) El modelo, en tanto que es de equilibrio parcial, no considera los efectos de otros mercados sobre las curvas de ahorro e inversión y, por tanto, sobre las curvas de demanda y oferta de bonos. Tales curvas se verían desplazadas si consideramos el Efecto Pigou, ya que este operaría al cambiar la oferta de dinero o el nivel absoluto de precios.³

2) Adicionalmente, el modelo supone que el dinero no es un activo, los bonos son los únicos activos que pueden conservar los consumidores, quienes no pueden colocar sus ahorros en tenencias de dinero. Así, los únicos activos que pueden tener las empresas son los de capital físico; no conservan dinero, no emiten bonos para aumentar sus tenencias de dinero y no pueden financiar sus compras de bienes de capital con sus saldos monetarios.

Estas observaciones aclaran más el resultado del modelo de que la tasa de interés es afectada sólo por el ahorro y la inversión y de que su efecto es independiente de los cambios ocurridos en la oferta monetaria.

Modelo con bonos y dinero

Aquí retomamos el modelo anterior para incorporarle explícitamente el papel de los factores monetarios a corto plazo (lo que es también característico en la teoría que examinamos), para de ello obtener un modelo monetario de los fondos prestables. Primeramente supondremos, como en el modelo anterior, la existencia de la demanda y la oferta de flujo de fondos prestables, es decir, de bonos nuevos. Pero ahora consideraremos dos fuentes de la demanda y dos de la oferta. Las fuentes de los fondos prestables, o de la demanda de flujo de fondos,

³ El Efecto Pigou consiste en el resultado que produciría una elevación de los saldos reales –por la vía de bajar el nivel de precios, lo cual quiere decir que se les supone flexibles; o a través de aumentar la oferta nominal de dinero– sobre el consumo, ya que a éste se le considera como función de la renta y del “valor real de los saldos de caja de la unidades económicas”. De ser así, se elevaría la demanda agregada y, por tanto, la curva IS, dentro de un esquema IS-LM, se desplazaría a la derecha, incluso desde una posición de “trampa de liquidez”, hasta situar a la economía en la posición de equilibrio de pleno empleo. Esto fue algo no previsto por el pensamiento keynesiano. La idea original del Efecto Pigou se debe precisamente a A. C. Pigou (1943) y a Haberler (1937). La denominación la hizo Patinkin (1948).

son el ahorro planeado más cualquier aumento del acervo de dinero durante la semana: $B_d = S + \Delta M_s$.

La demanda de fondos prestables, o la oferta de flujo de bonos, supondremos que deriva de la demanda de financiamiento para invertir en bienes de capital más la demanda de préstamos por parte de quienes desean aumentar el acervo de sus saldos monetarios: $B_s = I + \Delta M_d$. Según esto, la condición de equilibrio en el mercado de bonos es:

$$S + \Delta M_s = I + \Delta M_d$$

De esta forma es como quedan especificados los componentes de la demanda y la oferta de bonos nuevos.⁴

Pasamos a examinar sus determinantes. Para esto suponemos que S e I son funciones de la tasa de interés de los bonos (r). Adicionalmente, supondremos que ΔM_d es una función de r .⁵

Finalmente, también suponemos que ΔM_s se determina en forma exógena.⁶ De acuerdo con las nuevas suposiciones la condición de equilibrio quedaría expresada como:

$$I(r) + \Delta M_d(r) = S(r) + \Delta M_s$$

Por tanto, r se encuentra en equilibrio al nivel en que satisface esta ecuación. La curva representativa de la oferta de bonos en este caso, B_s , es la suma horizontal de I y de ΔM_d , y la curva de demanda B_d es la suma de S y ΔM_s . La tasa de interés r_1 de equilibrio será la tasa a la cual se igualan I y S como ΔM_d y ΔM_s , es decir, el equilibrio estará dado por

⁴ Las ecuaciones de demanda y oferta de bonos nuevos están muy agregadas, omiten el uso explícito de algunos componentes básicos de la oferta y la demanda, ΔM_d , es una función de r . Pero los fondos prestables utilizaron ampliamente este tipo de ecuación.

⁵ Keynes no afirma que ΔM_d , el cambio de la demanda de acervo de dinero sea una función de r . Sí afirma que el nivel de la demanda de un acervo de dinero, ΔM_d , es una función de r . Pero a cierto nivel puede entenderse que esta segunda proposición implica a la primera porque la demanda de un cambio en los saldos monetarios durante un periodo, $(t+1)-t$, es $\Delta M_d(t+1)-t = M_{t+1} - M_t$, y como M_{t+1} es una función de r , de acuerdo con la segunda proposición, ΔM_d es también función de r . Sin embargo, hay ciertas dificultades para obtener una teoría de flujos a partir de una teoría de acervos. Tales dificultades quedan omitidas aquí. (Véase Harris, *ob. cit.*, p. 371 n)

⁶ Este supuesto indica que la oferta de dinero está determinada independientemente del modelo. Para autores keynesianos más recientes la oferta monetaria está determinada por la demanda de dinero, es decir, tiene un carácter "endógeno".

$$B_s = B_d, I = S \text{ y } \Delta M_d = \Delta M_{s1}$$

El sentido de esta teoría, a través del enfoque de equilibrio parcial⁷, nos indicaría que si la oferta monetaria en vez de aumentar a la tasa de ΔM_{s1} , aumenta a una tasa mayor, como ΔM_{s2} , por ejemplo, la curva de demanda de bonos nuevos se desplazaría a la derecha hasta B_{d2} , y la tasa de interés de equilibrio se vería alterada su posición, bajaría de r_1 digamos a r_2 . Esto es lo que nos permite concluir que la tasa de interés es en parte un fenómeno monetario, determinado por las fuerzas reales del ahorro y la inversión y por las fuerzas monetarias de demanda y oferta de dinero, ya que puede cambiarse su nivel cambiando las fuerzas monetarias.

El resultado obtenido, sin embargo, no es definitivo. Un estudio más aproximado de la teoría básica de los fondos prestables nos lleva necesariamente a adoptar el enfoque del equilibrio general a fin de interpretar apropiadamente la naturaleza de la tasa de interés dentro de un modelo monetario de los fondos prestables. Esta es la tarea que nos proponemos a continuación.

Tasa de interés y equilibrio general

Acabamos de estudiar la relación entre el mercado de dinero y el de bonos. Ahora examinaremos la relación entre estos mercados y el mercado de bienes, con el mismo propósito que en los modelos anteriormente expuestos: determinar si la tasa de interés es un fenómeno real o monetario, lo que significa hacer referencia al dilema de si el dinero es o no neutral.

Comenzamos por suponer nuevamente una posición inicial de equilibrio en la que hay equilibrio de todos los mercados:

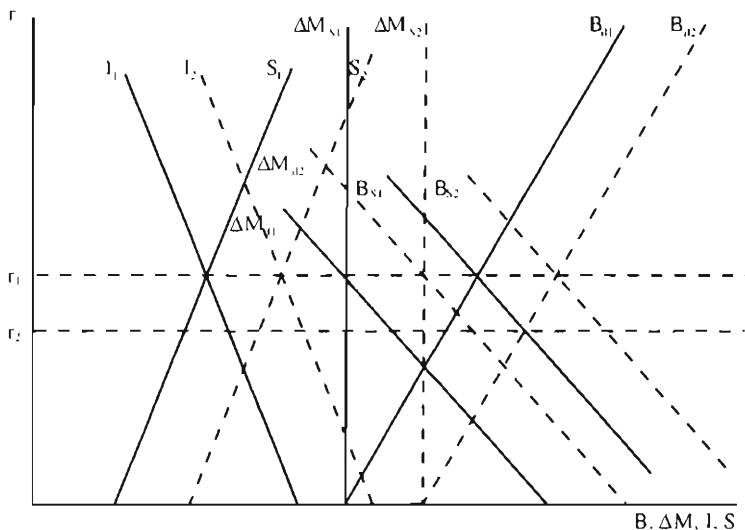
$$B_{s1} = B_{d1}, I_1 = S_1 \text{ y } \Delta M_{d1} = \Delta M_{s1}$$

Esta situación determina que la tasa de interés correspondiente, r_1 , sea la tasa de equilibrio. (Véase gráfica 2) Las curvas respectivas representan variables nominales y no opera el Efecto Pigou o Efecto del Saldo Real.⁸

⁷ Es importante señalar que el equilibrio obtenido puede derivarse de otra forma, es decir, con $B_s = B_d$, pero en una situación en que $I > S$ y $\Delta M_{d1} > \Delta M_s$, o viceversa.

⁸ Sin olvidar la aportación de Wicksell (1898, en particular pp. 102-121) en lo que se refiere a la recuperación y exposición que hace del Efecto del Saldo Real, corresponde a Patinkin (1965)

Gráfica 2
Tasa de Interés y Mercados de
Bienes, Bonos y Dinero



Fuente: Laurence Harris, *Teoría Monetaria*, FCE, 1985, p. 375.

Examinaremos ahora los cambios que se producirían en el modelo si suponemos que aumenta la tasa de cambio en la oferta monetaria. Si el nuevo aumento de la oferta monetaria por semana es $\Delta M_{2,1}$, la tasa de interés bajará hacia r_2 , nivel al que se restablecerá el equilibrio en el mercado de préstamos. Al bajar la tasa de interés a r_2 surge una demanda excedente de bienes porque, a cualquier nivel menor que r_1 , hay un exceso de inversión planeada sobre el ahorro planeado. Este desequilibrio del mercado de bienes produce un aumento en el nivel absoluto de los precios que, a su vez, hace que se desplacen también

el mérito de haber elaborado la primera y más clara exposición de cómo opera este concepto desde una perspectiva que trata de resolver la dicotomía entre los mercados reales y monetario, es decir, incorpora el Efecto del Saldo Real como una categoría clave en el intento por resolver la separación entre la teoría del valor y la teoría monetaria.

hacia la derecha las curvas de ahorro e inversión nominal, así como la demanda nominal de mayores saldos monetarios, hasta llegar a los niveles I_2 , S_2 y ΔM_{d2} , porque se supone que los individuos planean su demanda de dinero real, su ahorro real y su inversión real como funciones de la tasa de interés. Por lo tanto, es obvio que el nuevo equilibrio se alcanza en $B_{s2} = B_{d2}$, a la misma tasa de interés, r_1 , que existía antes del incremento de la tasa de cambio de la oferta de dinero.

El resultado a que llegamos es que el dinero, interpretado a través del método de equilibrio general, es neutral en el modelo monetario de los fondos prestables; la tasa de interés no es afectada por los cambios de la tasa de crecimiento de la oferta monetaria, y como el mercado de bienes debe estar en equilibrio, r se determinará sólo por las posiciones de las funciones del ahorro y la inversión planeadas.

Tal es en síntesis el modelo que deseábamos construir en esta sección, pues expresa la teoría básica de los fondos prestables en la medida que incorpora los supuestos, el método y los resultados que le son característicos.

III. TEORÍA MONETARIA DEL INTERÉS DE KEYNES

Significado del dinero y el interés en Keynes

En la *Teoría General* de Keynes la tasa de interés y el dinero forman parte integral de una teoría general de la determinación del empleo. En la teoría tradicional esto no es así debido a que su preocupación no fue el desempleo, es decir, sostuvo generalmente el supuesto de la plena ocupación, además de que eliminó el dinero como factor relevante en el cuerpo central de los principios económicos y sólo lo explicó como una categoría aislada del resto del sistema económico. La interpretación tradicional se hizo inoperante por las mismas circunstancias de la crisis de los años 30, el desempleo y la deflación se convirtieron en un grave problema generalizado, de ahí la necesidad de un nuevo análisis y nuevas políticas que recomendar para resolverlo. Las propuestas de Keynes fueron compatibles en este sentido.

La opinión de Keynes es de que el interés es un fenómeno monetario, un pago por el uso del dinero, y no el pago por hacer desistir a la gente de consumir en el presente, es decir, el pago por la “espera”, tal y como sostuvo la teoría tradicional.

La interpretación de la tasa de interés elaborada por Keynes le permite simultáneamente proporcionar una explicación del papel del dinero en el conjunto de la economía. Al sostener una *teoría monetaria del interés* logra elaborar una propuesta de integración del dinero con la teoría de la producción y el empleo, es decir, con el sistema económico global. Dicho esto en otras palabras, la explicación que hace del papel del dinero con la teoría del interés le permite relacionar la teoría monetaria con la teoría del valor, que por el contrario la teoría tradicional las había mantenido separadas.¹

En efecto, para Keynes la tasa de interés es esencial en la relación con la inversión, ésta es la determinante más importante del volumen del empleo, ya que, de acuerdo al principio de la demanda efectiva, la ocupación no puede crecer sin que aumente la inversión.

¹ Keynes identificó la existencia de este problema central de la teoría económica: “...la escuela clásica ha tenido una teoría de la tasa de interés en el volumen I, que trata de la teoría del valor, por completo diferente de la que ha sustentado en el volumen II, que trata de la teoría monetaria. Parece que ha permanecido inmovible ante el conflicto y, que yo sepa, no ha realizado intentos por tender un puente entre ambas teorías. Esto se refiere a la escuela clásica propiamente dicha; ya que han sido tentativas de la neoclásica de tender el puente las que ha llevado a las peores confusiones...” (Keynes, *ob. cit.*, p. 164)

Patinkin (1965) opinaría que Keynes no proporcionó la solución al problema. Sin embargo, los trabajos de otros autores, entre ellos Clower, han demostrado que incluso Patinkin tampoco lo resolvió. La incorporación de la moneda a una teoría del valor sigue siendo actualmente un tema de discusión. Puede verse al respecto Carlo Benetti (1990).

De esta forma, entonces, la teoría monetaria propuesta por Keynes pasa a ser una parte relevante de la teoría económica general, debido a su relación con la tasa de interés y, por lo tanto, la política monetaria se convierte en una parte activa de la política económica general, aunque pensó que la política monetaria era insuficiente y que se requería del gasto público y la intervención estratégica del Estado.

Este es el resultado, pero también el sentido de la obra de Keynes, pues su interés por la teoría tuvo siempre un sentido práctico, es decir, su preocupación fue la de examinar la teoría económica para sostener propuestas de política económica. Así, de la relación entre la teoría del interés y el dinero, infiere la regulación de la tasa de interés a través de la regulación de la oferta monetaria por la vía de la acción de la banca central. Lo que no es ninguna novedad, tanto en teoría como en política económica, pero sí es importante por el momento histórico y también por la doctrina económica tradicional que domina las mentes de los economistas y los políticos.

Reconoce y destaca la capacidad del sistema bancario para hacer crecer la oferta monetaria, por medio de la expansión de los depósitos, y con ello su posibilidad de reducir la tasa de interés, pero en el caso de no suceder esto último, la intervención de la autoridad monetaria, creía Keynes, podría hacer mucho para bajar la tasa de interés al nivel en que alcanzara a estimular la inversión y, con ello, la ocupación, idea que generalmente no admitieron los economistas clásicos.

Teoría monetaria de la tasa de interés

La tasa de interés en Keynes está determinada por la demanda y oferta de dinero, es pues entonces un fenómeno monetario. La demanda es un deseo por poseer el único activo perfectamente líquido, es decir, se trata de una preferencia por liquidez, quien lo desea deberá pagar un precio, a quien lo posee deberá pagársele una recompensa por desprenderse de él, ese precio o recompensa es la tasa de interés. Si el deseo de poseer efectivo es mayor o menor que la cantidad de dinero en disponibilidad, se produce un exceso de demanda o de oferta del mismo, su solución tiene dos caminos: una, modificando la tasa de interés al alza o a la baja, respectivamente, y dos, elevando o disminuyendo la cantidad de dinero, en cada caso.

La primera solución, a sabiendas de que el público no puede producir dinero, implica que no varía la cantidad de dinero; la segunda solución significa que es la autoridad monetaria la que satisface el mayor o menor deseo de liquidez.

En el estudio inicial que hace Keynes de la tasa de interés en su *Teoría General*, distingue la tasa de interés del concepto de eficiencia marginal del capital. La distinción inicial que hace entre ellas es la siguiente:

...la curva de la eficiencia marginal del capital rige los términos en que se demandan fondos disponibles para nuevas inversiones; mientras que la tasa de interés rige las condiciones en que se proveen corrientemente dichos fondos.²

Esta primera distinción entre conceptos es muy importante para Keynes, pues ello le permite deslindarse de la interpretación tradicional. En general hasta cuando Keynes escribe su *Teoría General*, la tasa de interés se había hecho depender de la interacción de la curva de la eficiencia marginal del capital y de la propensión psicológica a ahorrar. Para Keynes es imposible determinar a la tasa de interés sólo con la demanda y la oferta de ahorros para nuevas inversiones, de ahí que sea para él insostenible la tesis de que la tasa de interés sea el factor compensador que iguala la demanda de ahorros (nuevas inversiones ante una tasa determinada) con la oferta de los mismos.

¿Recompensa por la “espera” o por “privarse de liquidez”?

La determinación de la demanda de dinero efectivo o preferencia por la liquidez, piensa Keynes, transita previamente por dos decisiones importantes que tiene que tomar el individuo. La primera, por medio de la propensión a consumir, determina la parte de su ingreso que ha de consumir y la cantidad que guardará “en alguna forma de poder adquisitivo de consumo futuro.” La segunda decisión, una vez tomada la anterior, determina la *forma* en que “conservará el poder adquisitivo de consumo futuro que ha reservado, ya sea de su ingreso corriente o de ahorros previos.”

El individuo tiene dos alternativas: una, conservar su ingreso en forma líquida, y otra, desprenderse de él por un periodo fijo o indeterminado. Todo lo anterior revelará el grado de preferencia por la liquidez de la gente.

Para Keynes el error de la teoría tradicional radica en derivar a la tasa de interés de la primer alternativa, menospreciando la segunda. De esta forma la teoría tradicional se ve impedida para formular una teoría general del dinero y de la tasa de interés, ya que si se interpreta a la

² Keynes, 1936, p. 150.

tasa de interés como la *recompensa por ahorrar* o por la *espera*, alguien que atesore sus ahorros en efectivo qué recompensa o interés va a obtener.³

Keynes acepta que la tasa de interés sí es efectivamente una recompensa, pero por *privarse de liquidez* durante un lapso determinado, de ahí que considere sea una medida de la renuncia de quienes poseen dinero a desprenderse del poder líquido que da, y es por esto que se niega a aceptar que sea el precio que equilibra la demanda de recursos para invertir con la buena disposición para abstenerse del consumo presente. La tasa de interés es por el contrario, nos dice, el precio que equilibra el deseo de conservar la riqueza en forma de efectivo, con la cantidad disponible de este último. De esta forma, si la recompensa por desprenderse de efectivo se reduce, el volumen total de éste que el público desearía conservar excedería a la oferta disponible; si aumentara la tasa, habría excedente de efectivo que nadie estaría dispuesto a guardar.

Generalizando los argumentos de Keynes, tenemos entonces que la tasa de interés real se determina por la cantidad de dinero (M) y por la preferencia por liquidez (L). Esta última queda por lo tanto definida como

...una potencialidad o tendencia funcional que fija la cantidad de dinero que el público guardará cuando conozca la tasa de interés.⁴

Esta idea puede resumirse en la siguiente expresión formal:

$$M = L(r)$$

que, de acuerdo con Keynes, “es la forma y lugar en que la cantidad de dinero penetra en el sistema económico.”

Razón de existencia de la preferencia por liquidez

Al llegar a este punto, procede plantearse la pregunta de por qué existe la preferencia por la liquidez. La respuesta de Keynes, empleando una vieja distinción, es de que el dinero tiene diferentes usos, que en realidad corresponden a dos funciones básicas del dinero: la de *medio de pago* (“operaciones de negocios corrientes”; función que si bien no

³ *Ibid.*, p. 151.

⁴ *Ibid.*, p. 152.

es precisamente la misma de la antigua tradición cuantitativa, como *tal* la encontramos desde entonces) y la de *reserva de valor*. Sin hacer menos a la primera, la segunda es la función del dinero más relevante en el argumento de Keynes, pues le daría la llave para explicar las conexiones entre el dinero y la tasa de interés. Su argumento consiste en que la condición necesaria para que haya preferencia por dinero, como medio de conservar riqueza, es la existencia de *incertidumbre* respecto al futuro de la tasa de interés.⁵

Keynes con el concepto de incertidumbre se refiere al *riesgo* de pérdida en que puede incurrir la gente que participa en el mercado de valores, pues dicho riesgo surge de la decisión de comprar una obligación de largo plazo y convertirla después en efectivo, en lugar de haber conservado dinero en esta forma.

Lo anterior determina el comportamiento de la preferencia por liquidez, debido a las reacciones que la gente tiene ante las cotizaciones del mercado, en el sentido de que éstas expresan las diferentes valoraciones o estimaciones de las personas respecto a las expectativas o probabilidad del futuro de la tasa de interés.

Los que tienden a conservar dinero líquido real son aquellos que creen que las tasas futuras de interés estarán por encima de las supuestas por el propio mercado (“bajistas”). Otros, que piden prestado a corto plazo para comprar obligaciones a plazo más largo, son los que opinan en forma diferente del mercado y en dirección opuesta (“alcistas”). De acuerdo con estas circunstancias, el precio del mercado será fijado en el nivel en que se equilibren las ventas de los “bajistas” y las compras de los “alcistas”.

Motivos de la preferencia por liquidez

Keynes define tres clases de preferencia por la liquidez, que dependen de motivos distintos: el motivo transacción, que significa los requerimientos de efectivo para las transacciones personales y de negocios; el motivo precaución, representa los deseos de liquidez por razones no previstas; y el motivo especulación, que consiste en la demanda de dinero que tiene por objetivo obtener ganancias por la vía de adelantarse al mercado en lo que sucederá a futuro.⁶

⁵ *Ibid.*, pp. 152-153.

⁶ *Ibid.*, pp. 154-155.

Los motivos transacción y precaución dependen del nivel del ingreso, el cual se supone relativamente estable, y no son muy sensibles a las variaciones en la tasa de interés real. El motivo especulación, a diferencia de los motivos de demanda de efectivo anteriores, está mucho más relacionado a la tasa de interés, pues es mucho más sensible a ella.⁷

Si expresamos a la oferta total de dinero como M , la demanda de dinero por motivos transacción y precaución como M_1 y la demanda derivada por el motivo especulación como M_2 , tendríamos la siguiente formulación del mercado de dinero:

$$M = M_1 + M_2$$

Debido a que la cantidad de dinero que el público posee por los motivos transacción y precaución dependen esencialmente del nivel general de la actividad económica, medible por la renta Y , su expresión abreviada, en términos de preferencia por la liquidez sería $M_1 = L_1(Y)$; de forma similar la cantidad de dinero que se tenga para satisfacer la preferencia por la liquidez derivada del motivo especulación, como es una función de la tasa de interés, su representación sintética sería $M_2 = L_2(r)$. De acuerdo con lo anterior la ecuación del mercado monetario podría expresarse como

$$M = L_1(Y) + L_2(r)$$

La consecuencia relevante de este planteamiento⁸ consiste en que la tasa de interés se determina principalmente por la propensión de la gente a tener dinero por el motivo especulación y la cantidad de dinero de la oferta total disponible para tal objetivo. Así, la cantidad total de dinero, menos la cantidad destinada a los motivos transacción y precaución, está disponible para satisfacer la preferencia por liquidez originada por el motivo especulación.

Es tal la relevancia del dinero, empleado como *acervo*, que pasa a ser una variable que puede incidir en la inversión (a través de la tasa de interés monetaria) y, por ello, sobre la demanda agregada y la producción. Así, la cantidad de dinero se convierte en una de las muchas determinantes de la demanda agregada, misma que a veces

⁷ *Ibid.*, pp. 175-187

⁸ *Ibid.*, p. 179

puede no cambiar ante variaciones monetarias. En consecuencia, en Keynes el dinero no siempre es neutral, como en la teoría tradicional.

La conclusión es de suma relevancia en el sentido de que es en la preferencia por la liquidez por el motivo especulación (el deseo de dinero en cuanto depósito de valor) donde surgen los problemas fundamentales de la teoría y la política monetaria moderna.⁹

El concepto de equilibrio del mercado monetario adquiere una connotación más precisa que va más allá de la simple definición de igualdad de la oferta y demanda de dinero y a la cual la tasa de interés es la tasa de equilibrio. La tasa de interés y el precio de las obligaciones (digamos de los bonos) tienen que ser fijados al nivel en que el deseo de los individuos de conservar dinero efectivo como reserva de valor (“bajistas” con respecto al futuro de los bonos) sea igual a la cantidad de efectivo disponible para el motivo especulación.

La política monetaria que se deriva es que tiene que ser orientada a tratar de equilibrar las reacciones de los denominados “alcistas” (que esperan la reducción de la tasa de interés y suba el precio de las obligaciones más de lo que espera la opinión predominante, para vender por ello más caro los valores en su posesión) y los “bajistas” (quienes esperan la elevación de la tasa de interés y la reducción de precios de las obligaciones, para poder comprar).

En el caso en que la demanda de efectivo para satisfacer el motivo especulación sea baja, un aumento en la cantidad de dinero tendrá que reducir la tasa de interés en el grado necesario para aumentar la ocupación lo suficiente para hacer que el efectivo adicional sea absorbido por los motivos transacción y precaución.

Curva de liquidez

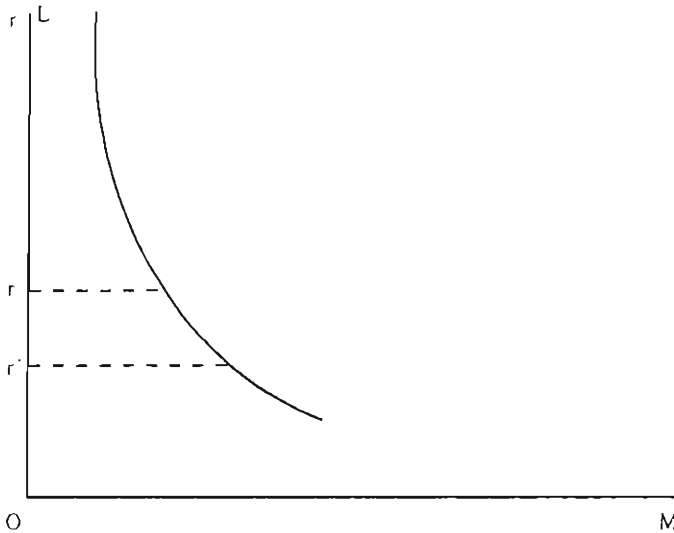
La representación gráfica de la teoría monetaria de la tasa de interés de Keynes es la curva de la preferencia por la liquidez.¹⁰ Esta curva permite relacionar a la cantidad de dinero con la tasa de interés. Existe una relación inversa entre ambas categorías: la tasa de interés r desciende a medida que la cantidad de dinero crece, y viceversa, por esta razón se le describe con una pendiente negativa. (Véase gráfica 3)

Existe la posibilidad de que se establezcan distintas combinaciones entre la tasa de interés y las diferentes propensiones de liquidez. Una

⁹ D. Dillard, *ob. cit.*, p. 175.

¹⁰ Keynes, 1936, pp. 155-156.

Gráfica 3
Tasa de Interés y Mercado de Dinero en Keynes



de ellas es la probable baja de la tasa de interés acompañada por una mayor absorción de dinero debida al motivo transacción (L_1). Esto se explica porque si la reducción de la tasa de interés aumenta el ingreso nacional, el volumen de dinero que conviene conservar para las transacciones aumentará más o menos en proporción al crecimiento en el ingreso.

Otra posibilidad es que cada reducción en la tasa de interés puede elevar la cantidad de efectivo que determinados individuos deseen conservar (L_2) debido a que sus puntos de vista respecto a la tasa de interés futura difieran del mercado.

También puede suceder que un aumento significativo de la oferta monetaria M puede generar una influencia comparativamente pequeña sobre la tasa de interés, produciendo una incertidumbre tal del futuro que la preferencia por liquidez debidas al motivo precaución puede crecer. En este sentido juega un importante papel la opinión que se tenga respecto al futuro de la tasa de interés. Si la opinión es bastante

unánime, un cambio pequeño en las preferencias presentes puede ocasionar una oleada de liquidaciones.

Este caso es el que permite a Keynes obtener una conclusión sustancial relativa a la estabilidad del sistema. En efecto, ésta depende de la variedad de opiniones acerca de lo que es incierto. Debido a la imposibilidad de conocer el futuro, en pro de una economía con estabilidad, por lo tanto, es importante que las opiniones sean diferentes.

Keynes reconoce que la política monetaria tiene límites y muy importantes. No es seguro que el dinero siempre incida positivamente sobre la economía, no es posible asegurar que siempre el dinero sea “el tónico que incita la actividad del sistema económico.”

En efecto, si aumenta la cantidad de dinero, la tasa de interés no descenderá si la preferencia por la liquidez aumenta más que la cantidad de dinero.

Otro caso es aquel en el que, a pesar de que baje la tasa de interés, el volumen de inversión no aumenta debido a que la eficiencia marginal del capital baja con mayor rapidez que la tasa de interés.

El punto de referencia de la inversión productiva no es sólo la tasa de interés, lo es también, y en forma combinada con aquella, o sea, la eficacia marginal del capital. También un aumento en el volumen de inversión no subirá la ocupación si la propensión a consumir tiende a descender.

Cuando la producción ha aumentado y los precios han subido, por distintas causas, el efecto de esto sobre la preferencia por liquidez será aumentar la cantidad necesaria de dinero para mantener una tasa de interés determinada.

Indeterminación del interés en la teoría clásica

Keynes criticó a la teoría “clásica” del interés por ser una teoría indeterminada.¹¹ La teoría clásica, dice Keynes, postuló a la tasa de interés como el factor que equilibra la demanda de inversión con la inclinación al ahorro; representando a la inversión la demanda de recursos invertibles y, los ahorros a la oferta, mientras que la tasa

¹¹ No está por demás recordar lo que Keynes quiso entender por teoría “clásica”: “Los economistas clásicos fue una denominación inventada por Marx para referirse a Ricardo, James Mill y sus predecesores, es decir, para los fundadores de la teoría que culminó en Ricardo. Me he acostumbrado, quizá cometiendo un solecismo, a incluir en ‘la escuela clásica’ a los continuadores de Ricardo, es decir, aquellos que adoptaron y perfeccionaron la teoría económica ricardiana, incluyendo (por ejemplo) a J.S. Mill, Marshall, Edgeworth y el profesor Pigou”. (Keynes, 1936, p. 15).

de interés es el precio de los recursos invertibles al cual se igualan ambas. Los cambios en el ahorro y/o la inversión son compensados por cambios automáticos –sin la intervención de la autoridad monetaria– de manera que siempre se ve asegurada aquella igualdad.

Esta teoría es errónea, según Keynes, pues supone al nivel de ingreso como dado, lo que lleva a la omisión de sus cambios cuando que de él derivan los ahorros. Esto significa que las variables independientes de la teoría clásica de la tasa de interés son la curva de demanda de capital y la influencia de dicha tasa sobre la cantidad de un determinado ingreso. Las dos curvas –la de inversión y la de ahorro– se desplazan independientemente una de la otra. Esto, en palabras del mismo Keynes, hace de la teoría clásica del interés una teoría absurda, pues esto es incompatible con el supuesto de que el ingreso sea constante. En efecto, si alguna de las curvas registra una desviación, el ingreso tenderá a cambiar, lo que es contradictorio con la hipótesis de un ingreso dado.¹²

Así es, efectivamente, como Hansen entendió la crítica de Keynes:

..., no es posible ninguna solución –en el esquema clásico– porque la posición de la tabla o curva del ahorro variará con el nivel del ingreso real. A medida que sube el ingreso, la tabla o curva se desplazará a la derecha. De manera que no podemos saber cual será la tasa de interés a menos que ya conozcamos el nivel de ingreso sin conocer antes la tasa de interés, puesto que una tasa de interés más baja significará un volumen más grande de inversión, y así, vía multiplicador, un nivel más alto de ingreso real. En consecuencia, el análisis clásico no ofrece ninguna solución.¹³

Lo anterior se hace igualmente válido para la teoría del fondo para préstamos, pues en su análisis la tasa de interés está determinada por la intersección de la curva de demanda de fondos prestables con la curva de oferta. Ésta, la oferta de fondos prestables, está compuesta de los ahorros más las adiciones netas a los fondos prestables provenientes de nuevo dinero y del desatesoramiento de saldos ociosos,¹⁴ pero, dado que los “ahorros” varían con el nivel de ingreso “disponible”, se deduce

¹² *Ibid.*, pp. 158-161.

¹³ A. H. Hansen, 1953, p. 126.

¹⁴ Según Robertson los “Fondos Prestables” consisten de ahorro voluntario, es decir, de ahorro derivado del ingreso “disponible”, más fondos obtenidos en préstamo de los bancos y de saldos ociosos puestos en actividad (“el ingreso disponible” en el sentido empleado por Robertson consiste en el “ingreso de ayer”), es decir, hay dos fuentes de fondos de inversión o préstamo: los “ahorros propiamente dichos” y el dinero nuevo y los saldos ociosos.

que la oferta total de fondos prestables también cambia con el ingreso.¹⁵ Por lo tanto, esta teoría también es indeterminada.¹⁶

La solución propuesta por Keynes, es decir, la teoría monetaria de la tasa de interés, ante el problema que criticó (la indeterminación de la tasa de interés clásica y neoclásica), así como el tipo de variables que empleó en este sentido, fueron punto de partida para un debate teórico importante. En efecto, el desarrollo de la teoría monetaria destacó dos aspectos centrales de confrontación entre la teoría de la preferencia por la liquidez y la teoría del crédito.

Nos referimos puntualmente a los siguientes aspectos:

1) Mientras que la teoría clásica atribuyó por completo a la tasa de interés el equilibrio entre ahorros y gastos de inversión, Keynes se dirigió al extremo opuesto argumentando que la determinación de la tasa de interés era independiente de los ahorros y el gasto de inversión.¹⁷ Su determinación en Keynes –según los autores que reinterpretaron su obra– se localiza primordialmente en el mercado monetario y es desde este mercado que puede incidir sobre los mercados reales.¹⁸

2) La versión de Keynes del interés es presentada completamente a través de variables de acervo, mientras que la teoría de los fondos prestables lo está con base en variables de flujo.

Estos dos aspectos de confrontación son el punto de partida y de retorno para el debate mencionado y cuya finalidad es la de discutir las diferencias entre las dos teorías.

¹⁵ Si el propósito fuera el de hacer más significativo el caso, debiera agregarse que la parte de "dinero nuevo y de saldos puestos en actividad" de los fondos prestables sube y baja con los incrementos o descensos en el ingreso corriente.

¹⁶ A. H. Hansen, *ob. cit.*, p. 127.

¹⁷ J. M. Keynes (1937). Hansen (*ob. cit.*, p. 183) indica que, incluso, Keynes invirtió las relaciones entre el ahorro y la inversión: "Los clásicos sostuvieron que el ahorro conduce automáticamente a la inversión. Keynes sostuvo exactamente lo contrario, a saber, que la inversión conduce automáticamente al ahorro proveniente del ingreso corriente. Los clásicos habían sostenido que la inversión siempre podría incrementarse ahorrando más. Keynes, al contrario, sostuvo que la inversión aumentaría el nivel de ingreso via multiplicador hasta que se generara ahorro adicional derivado del ingreso mayor, suficiente para igualar la nueva inversión. La inversión es, de este modo, a través del proceso de multiplicador, el principal determinante del volumen de ahorro, y no al revés."

¹⁸ En nuestra opinión no es muy justo atribuirle a Keynes el haber apoyado su discurso en la distinción analítica y conceptual tradicional entre el "mercado monetario" y los "mercados reales". Si estudia al mercado monetario no lo hace para situarse en contraposición a los mercados reales (además de que estos no existen como tales en la obra de Keynes), sino porque interpreta a la economía como una economía monetaria.

**IV. ¿INTERÉS MONETARIO
O REAL?
MERCADO DE DINERO VS.
MERCADO DE BONOS**

El debate entre la teoría de la preferencia por la liquidez y la teoría de los fondos prestables tiene como primer punto de referencia un elemento que distingue claramente a ambas teorías: la teoría de la preferencia por la liquidez determina la tasa de interés en el mercado de dinero, la teoría de los fondos prestables la explica desde el mercado de bonos. La síntesis neoclásica, apoyada en la teoría del equilibrio general walrasiano, estudia esta diferencia. A continuación presentamos este punto de vista a través de las posturas de Hicks y Patinkin. Posteriormente exponemos la interpretación del desequilibrio en torno al mismo punto, por medio de un modelo.

La interpretación del equilibrio general Walrasiano

Hicks es quien se encarga de discutir originalmente la diferencia citada. Comienza por preguntarse: ¿Qué es lo que determina a la tasa de interés? ¿Está determinada por la oferta y demanda de fondos de préstamo (es decir, por los préstamos y las deudas), o está determinada por la oferta de dinero mismo? Frente a esta interrogante, termina por adoptar una posición conciliadora, aparentemente. Decimos que aparente pues de hecho lo que hizo Hicks fue reinterpretar a Keynes de tal forma que transformó sus tesis centrales en una teoría típicamente neoclásica, y para lograrlo, postuló desde el principio que los dos métodos de determinación del interés –el monetario y el de préstamos– sólo tienen diferencias de forma y que, si se siguen con rigor, llevan a los mismos resultados.

... ambos métodos son aceptables y la elección de uno de ellos es un problema de pura conveniencia.¹ O bien, como lo dijo veinte años después: En un mundo en que el mecanismo del interés funciona siempre –cuando la tasa de interés es flexible en ambos sentidos, para tener un efecto significativo sobre (el ahorro ó) la inversión–, la teoría de Keynes es correcta y la teoría ‘clásica’ es correcta: ambas teorías conducen a los mismos resultados. Aunque la forma del análisis sea diferente, los resultados finales que se alcanzan cuando todos los factores han sido incluidos en el análisis son los mismos. Los dos análisis pueden establecerse en términos de una teoría del equilibrio general,² y si lo hacemos así aparecerá claramente cómo se llega a las mismas conclusiones.³

Esto significa que aquello que fue considerado como una contradicción irreconciliable, en Hicks es posible conciliar, de forma tal que en

¹ J. R. Hicks, 1939, p. 190, además véase pp. 180-191.

² J. R. Hicks, 1975, p. 171.

lugar de haber dos teorías, cada una con su respectiva tasa de interés, existe solamente una, en virtud de que, si aquellas son examinadas a través del equilibrio general, arrojan el mismo resultado.

La esencia del asunto radica en que Hicks interpretó a las dos teorías en cuestión a través del enfoque del equilibrio general, cuyos supuestos básicos hacen prácticamente imposible el análisis de una economía monetaria, que es precisamente a la que se refirió Keynes, por lo que su teoría más bien es adaptada a los supuestos básicos del equilibrio general.

Hicks pareciera que lejos de adoptar una teoría de la tasa de interés en particular, estaría de acuerdo con ambas para incluirlas en su exposición como parte de una sola teoría. Esto es lo que da lugar al surgimiento de una tercer interpretación alternativa de la tasa de interés; ella es parte de la denominada síntesis neoclásica-keynesiana, diseñada originalmente por Hicks (1937) y Hansen (1949).

La obra de Hicks se sustenta inicialmente en dos supuestos básicos: presencia de competencia perfecta e inexistencia del Estado. Supuestos que si bien tienen una justificación analítica, en el sentido de estudiar libremente las fuerzas del mercado, son por lo demás bastante contradictorios con la realidad existente en el momento en que son propuestos, pues la característica del momento en que escribe Hicks es la presencia importante tanto de los monopolios como de la participación del Estado en la economía.

En lo que se refiere a la tasa de interés, Hicks afirma que es un precio como cualquier otro y que se determina en o con el conjunto de precios, es decir, no se determina sola. Esta idea es la que sirve a Hicks para criticar el concepto del interés de Keynes como indeterminado y considerar a su *Teoría General* como una teoría particular de la depresión. Las nuevas circunstancias, posteriores a la crisis, en cierta medida favorecieron al argumento de Hicks.

Así, para este autor, la interpretación correcta de la tasa de interés es la del equilibrio general. Su argumento consiste en que dentro de un modelo de equilibrio general se determinan todos los precios y no hay una sola tasa de interés sino una gama, teniendo la posibilidad de provocar distintas influencias sobre el modelo.

El modelo propuesto por Hicks está referido a una economía de intercambio, lo que implica que la oferta de cada mercado permanece fija. Supone la existencia de n bienes, bonos y dinero, es decir $n+2$ mercados; en cuanto al tiempo, tenemos que lo divide en semanas; y que las demandas de dinero, bonos y bienes se refieren a los acervos

de fin del periodo.³ De acuerdo con lo anterior, el modelo de equilibrio general se representa con el siguiente sistema de ecuaciones:

$$X_i^{XD} = f_i \left\{ \frac{P_1}{P}, \dots, \frac{P_i}{P}, \dots, \frac{P_n}{P}, r, \sum \frac{P_i}{P} X_i^s + \frac{M^s}{P} + \frac{B^s}{rP} \right\} - X_i^s = 0$$

$$\frac{M^{XD}}{P} = f_{n+1} \left\{ \frac{P_1}{P}, \dots, \frac{P_i}{P}, \dots, \frac{P_n}{P}, r, \sum \frac{P_i}{P} X_i^s + \frac{M^s}{P} + \frac{B^s}{rP} \right\} - \frac{M^s}{P} = 0$$

$$\frac{B^{XD}}{rP} = f_{n+2} \left\{ \frac{P_1}{P}, \dots, \frac{P_i}{P}, \dots, \frac{P_n}{P}, r, \sum \frac{P_i}{P} X_i^s + \frac{M^s}{P} + \frac{B^s}{rP} \right\} - \frac{B^s}{rP} = 0$$

$$P = \sum \theta_i p_i$$

El sistema está compuesto, respectivamente, por las funciones de exceso de demanda de bienes (X_i^{XD}), dinero (M^{XD}/P) y bonos (B^{XD}/rP) en términos reales (todas en situación de equilibrio, idénticas a cero), y por la función que expresa el nivel absoluto de precios (P).

La función correspondiente a los bienes está especificada, en su componente de demanda, en términos de los precios relativos de los n bienes (P_n/P), el ingreso real ($\sum P_i/P \cdot X_i^s$), y las dotaciones reales de dinero (M^s/P) y bonos (B^s/rP), y en su componente de oferta, por la dotación inicial de bienes (X_i^s). Esto es así porque el modelo se refiere sólo a un proceso de intercambio.

La función del dinero, por el lado de la demanda, depende de los mismos términos que la demanda de bienes, y por el lado de la oferta, de la dotación real de dinero (M^s/P).

En lo que se refiere a la función de los bonos, su demanda aparece expresada como en las dos ecuaciones anteriores, su oferta depende del valor real descontado de la dotación de bonos (B^s/rP).

La expresión del nivel absoluto de precios está definida en función de la sumatoria ponderada de los precios nominales de los bienes ($\sum \theta_i \cdot P_i$).

Vemos pues que están consideradas, primero, las n ecuaciones de los bienes; segundo, la ecuación correspondiente al mercado monetario; tercero, la ecuación del mercado de bonos y, cuarto, la ecuación

³ Si los bienes son bienes de consumo puede suponerse que son perecederos en el instante $t+1$. Así, los individuos desearán en el instante t un acervo particular de dichos bienes en el instante $t+1$ y planearán consumirlos en el instante siguiente.

definitoria del nivel absoluto de precios. El sistema así presentado contiene $n+3$ ecuaciones para determinar $n+2$ precios: los n precios relativos de los bienes, el nivel absoluto de los precios y la tasa de interés. Tenemos más ecuaciones que precios a determinar y aparentemente el sistema es inconsistente, sin embargo, la aplicación de la Ley de Walras⁴ permite que cualquiera de las $n+3$ ecuaciones puede derivarse de las restantes $n+2$ ecuaciones, es decir, depende linealmente de ellas, de modo que sólo tenemos $n+2$ ecuaciones linealmente independientes para determinar los $n+2$ precios. Por lo tanto, el modelo puede determinar estos precios de equilibrio, incluida la tasa de interés, luego, el sistema es consistente.

En particular, el uso de la Ley de Walras permite omitir la ecuación del dinero y representar el modelo en términos de los mercados de bienes y de bonos. También permite omitir la ecuación de los bonos y representar el modelo en términos del mercado de bienes y dinero. En este orden de ideas, el modelo que incluye a los mercados de bienes y bonos lo interpretaríamos como un modelo de fondos prestables en donde se determina una tasa de carácter real, y al modelo que comprende a los mercados de bienes y dinero como un modelo de preferencia por la liquidez en el que se determina una tasa de interés de carácter monetario. Pero como ambos modelos son simples formulaciones diferentes de las ecuaciones del sistema con la Ley de Walras, ambos producen la misma tasa de interés de equilibrio, sin importar cual de los modelos se utilice. Esta es la razón que permite concluir a Hicks que tal diferencia entre las dos teorías carece de importancia. Su argumento fue aceptado ampliamente, sin embargo, el problema está en que no resolvió la controversia por completo.⁵ Al respecto destacan dos cuestiones parcialmente complementarias que son esenciales:

a) No es común que los autores de las dos teorías de referencia, y que Hicks combinó, indiquen sus modelos en un marco de equilibrio general, es decir, tienden a sostener que la tasa de interés está determinada por el mercado de bonos o por el mercado de dinero.

⁴ La proposición de que la suma de las demandas y ofertas excedentes en todos los mercados de una economía debe ser idénticamente igual a cero, es conocida como la Ley de Walras, misma que por hacer posible la conexión de los mercados, en una economía con dinero implica que, de surgir una demanda excedente en el mercado de dinero, ésta será igual a las sumas de las ofertas excedentes nominales en todos los demás mercados. Véase al respecto León Walras, 1874-1877.

⁵ Esto significa que con Hicks no terminó el asunto, pero hay quienes piensan lo contrario, y que los llegamos a encontrar en la actualidad, sugiriendo que se trata de algo sencillo como lo expresa la siguiente reflexión: "Como lo demostró Hicks hace mucho tiempo —pero de hecho se ha olvidado a menudo—, esos dos puntos de vista extremos pueden conciliarse fácilmente (sic) en un tercero, el único que es lógicamente coherente". (Florin Aftalion y Patrice Poncet, 1985, p. 108).

b) Con todo y que fuera empleado el modelo de equilibrio general, éste no facilita de todas maneras la consideración del desequilibrio.

En relación a la primera cuestión, la solución de Hicks es correcta desde una perspectiva lógica, pero es insuficiente, pues omite el proceso a través del cual se determina la tasa de interés sin examinar específicamente el papel de cada mercado. Patinkin destaca esta limitación⁶, quien argumenta también que en un modelo de equilibrio general se determina la tasa de interés, como otros precios, por el equilibrio simultáneo de todos los mercados. Está de acuerdo en que alternativamente, si omitieramos del modelo la ecuación del mercado de dinero y luego la del mercado de bonos, la tasa de interés sería determinada por el equilibrio en los mercados de bienes, bonos y dinero. Pero, la eliminación de un mercado, nos dice, no significa eliminar su influencia. Así pues, el modelo de equilibrio general dificulta la percepción del sentido en que la operación del mercado de bonos o el mercado de dinero desempeñan un papel distintivo en la determinación de la tasa de interés. En nuestra opinión, la observación de Patinkin estaría destacando un hecho sustancial: a pesar de que en el equilibrio se igualen las tasas monetaria y de préstamos, no significa que conceptualmente sean lo mismo.

En lo que se refiere al segundo problema, en el sentido de que el modelo de equilibrio general no hace accesible el estudio del desequilibrio, Klein (1950) y Johnson (1961) han sostenido que la diferencia esencial, entre las teorías de los fondos prestables y la preferencia por la liquidez, deriva de la diversidad de los supuestos acerca de las demandas excedentes que producen cambios en la tasa de interés. Para la teoría de la preferencia por la liquidez, la tasa de interés cambia si hay exceso de demanda o de oferta en el mercado de dinero, cualquiera que sea la situación del mercado de bonos; la teoría de los fondos prestables indica lo contrario. Esta formulación profundiza y supera el primer problema planteado porque da sentido a la idea de que la tasa de interés está ligada a la operación de un mercado y no de otro, pero sin violar la Ley de Walras ni el principio de que en el equilibrio general, todos los precios se determinan simultáneamente.

⁶ Don Patinkin, 1958, pp. 300-318. Del mismo autor se encuentra una opinión más acabada en. 1965, pp. 171-186.

Las posibilidades del desequilibrio

Los autores del desequilibrio, como ya indicamos, también se manifestaron en torno a la diferencia de mercados entre la teoría de la preferencia por la liquidez y la teoría de los fondos prestables para determinar la tasa de interés. Su argumento central destaca que la distinción básica entre ellas se origina en la diversidad de supuestos adoptados en relación a las demandas excedentes que dan lugar a variaciones en la tasa de interés. Por este motivo presentamos a continuación la opinión de Klein.⁷

El modelo de este autor supone primero que todos los mercados de bienes se encuentran agregados en uno solo, lo que resulta análogo a la formulación de un modelo macroeconómico del estilo de la síntesis neoclásica-keynesiana. De acuerdo con esto tendremos entonces tres mercados, a saber, los de bienes, bonos y dinero. La demanda excedente en el mercado de bienes se medirá por el exceso de inversión planeada sobre el ahorro planeado. Según esto, la Ley de Walras se expresaría en términos de exceso de demanda de los tres mercados en el orden indicado:

$$(I-S) + (B_D - B_S) + (M_D - M_S) = 0$$

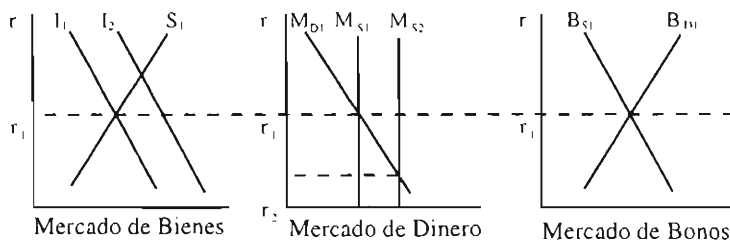
Recordando que el uso de la Ley de Walras permite pasar por alto un mercado, así, si se elige al mercado de bonos, la tasa de interés que equilibre los mercados de dinero y de bienes deberá equilibrar el mercado de bonos. (Véase gráfica 4).

En la ilustración indicada vemos que la situación inicial de la tasa de interés de equilibrio es r_1 , en la cual no interesa investigar cuál mercado determina a r_1 en razón de que ésta equilibra a los tres mercados.

Ahora supongamos que la oferta de dinero aumenta a M_{S2} y la curva de inversión planeada se desplaza a la derecha hacia I_2 , sin cambiar otra cosa. Esto hará que surja una oferta excedente de dinero y una demanda excedente de bienes, pero habrá equilibrio en el mercado de bonos. La interpretación de este resultado, a través de un modelo de fondos prestables, indicaría que este tipo de desequilibrio en los mercados de bienes y dinero no induciría ningún cambio en la tasa de interés porque el mercado de bonos está en equilibrio. En contraste, un

⁷ L. Harms, *ob. cit.*, pp. 382-384.

Gráfica 4
Tasa de Interés en Situación de Desequilibrio



Fuente: Laurence Harris, *Teoría Monetaria*, FCE, 1985, p. 383.

modelo de preferencia por la liquidez pronosticaría que la tasa de interés bajaría hacia r_2 para eliminar el desequilibrio en el mercado de dinero.

Es evidente, pues, que los dos modelos son distintos en la interpretación del comportamiento de la tasa de interés en situación de desequilibrio. Sin embargo, el planteamiento de Klein es poco útil cuando se expresa a través de un modelo walrasiano, pues en éste no existe el desequilibrio: en el modelo walrasiano puro, todos los precios y la tasa de interés se ajustan instantáneamente. En tal modelo carecen de importancia las diferencias existentes en la rapidez del ajuste de los precios (incluso de la tasa de interés), porque el tiempo no interviene en ningún sentido significativo.

El supuesto de ajuste instantáneo es en realidad extremo, Patinkin (1958) así lo reconoce y no lo propone, pero elabora uno formalmente equivalente: supone que la velocidad de precios diferentes es la misma. Por ello sostiene que la idea de Klein no es significativa pues, al mismo tiempo que baja r hacia r_2 , sube desplazando las curvas de todos los mercados. La tasa de interés se asienta finalmente en algún nivel que equilibra todos los mercados.⁸

En consecuencia, no tiene importancia que Klein adopte la teoría de la preferencia por liquidez y la interprete afirmando que los movimien-

⁸ En el caso de desequilibrio, en que hubiera equilibrio en el mercado de bienes, en el de dinero exceso de oferta y en el de bonos exceso de demanda, según la Ley de Walras, el movimiento de r será de acuerdo con las dos teorías en cuestión.

tos de desequilibrio de la tasa de interés están conectados con el desequilibrio existente en el mercado de dinero. Tales movimientos se ven afectados por el desequilibrio simultáneo existente en el mercado de dinero y en otros mercados y por los cambios simultáneos del nivel de precios.

La idea de Klein tendría relevancia al sustituir el marco walrasiano por el marco de los neokeynesianos. En efecto, algunos autores como Leijonhufvud (1968) sostienen que al omitir el supuesto walrasiano de que las transacciones no ocurren en el tiempo real, es posible considerar que los precios se ajusten a velocidades diferentes en respuesta al desequilibrio. Así, la situación de desequilibrio examinada se vuelve interesante.

De acuerdo con lo anterior, si supusieramos que r se ajusta al desequilibrio existente en el mercado de dinero (en la teoría de la preferencia por la liquidez) más rápido que el ajuste de P al desequilibrio del mercado de bienes, tendrá sentido la formulación de un supuesto extremo de constancia en P y la consideración de los movimientos de r , en aislamiento de los movimientos de P . Esto permitiría formular la pregunta de si estos movimientos de r derivan del desequilibrio del mercado de dinero o del desequilibrio en el mercado de bonos y tomar las diferentes respuestas a esta interrogante como una diferencia significativa entre las dos teorías en confrontación. La determinación de la tasa de interés, así formulada, haría posible crear las bases de otra interpretación alternativa a la teoría de los fondos prestables, la preferencia por la liquidez y la síntesis neoclásica-keynesiana. Ella por lo pronto no ha sido diseñada.

**V. ¿INTERÉS MONETARIO
O REAL?
TEORÍA DE ACERVOS VS.
TEORÍA DE FLUJOS**

De aquí en adelante examinaremos el segundo tema central del debate que nos ha ocupado desde el tercer capítulo. El punto de discusión que ahora expondremos se refiere a que la teoría monetaria de Keynes está expresada en términos de acervos, en tanto que la teoría de los fondos prestables lo está en términos de flujos. El debate interpretó que si es o no importante esta diferencia significa afirmar o negar la equivalencia de ambas teorías. En este capítulo exponemos los dos puntos de vista.

La equivalencia de teorías

La opinión de Patinkin es que tal diferencia no es significativa porque, según este autor, una teoría de flujos equivale a una teoría de acervos. Para revisar esta idea, examinaremos la posibilidad de expresar la teoría de flujo de fondos prestables como una teoría de acervo del mercado de bonos.¹ En el segundo capítulo expresamos la teoría de flujo de fondos prestables en condición de equilibrio en la forma siguiente:

$$S(r) + \Delta M_S = I(r) + \Delta M_D(r)$$

Retomaremos esta expresión ahora e incorporaremos el supuesto de el tiempo dividido en semanas, por lo que los flujos de la anterior ecuación estarán referidos a las cantidades semanales. Así, la semana que nos interesa será T , por lo que la condición de equilibrio la indicaremos como:

$$S(r)_T + \Delta M_{ST} = I(r)_T + \Delta M_D(r)_T$$

Precisamente, el inicio de la semana T será t y el último instante de la misma semana será $t+1$. De acuerdo con esto supondremos que los individuos están ubicados en el instante t tomando decisiones. Decisiones que pueden referirse a objetivos de los acervos en el instante t , los acervos en el instante futuro $t+1$, o los flujos ocurridos durante la semana transcurrida, T . Más adelante veremos que el modelo es afectado en forma fundamental si se supone la solución de uno u otro de estos objetivos.

¹ Don Patinkin, 1958, pp. 300-318.

Patinkin (1958), con el propósito de demostrar la equivalencia entre la teoría de flujos y la de acervos, comparó las decisiones relativas a los flujos ocurridos durante la semana de referencia con las decisiones sobre acervos existentes al final del periodo.

Es decir, supuso que si el individuo toma decisiones referentes a los flujos ocurridos durante la semana T , como ocurre en el modelo de los fondos prestables, ello es equivalente a un modelo en que el individuo se interesa por el acervo existente al final del periodo, en el instante $t+1$.

En la ecuación anterior se encuentra indicada la condición de equilibrio de un modelo de fondos prestables en donde las variables se miden en términos de flujos, y los objetivos de los individuos se refieren a los flujos. Los deseos de los consumidores e inversionistas acerca de los saldos monetarios se refieren a la tasa de incremento de sus saldos monetarios; igualmente, su deseo de capital físico (para los inversionistas) y de activos de ahorro (para los ahorradores) se ve influida por la tasa de cambio del capital físico y los activos de ahorro, antes que por su acervo deseado en el instante $t+1$.

La esencia del argumento de Patinkin está en que, aunque la ecuación referida se expresa en términos de flujo, podrá aplicarse igualmente el supuesto de que los consumidores y los inversionistas formulan sus objetivos en términos de acervos deseados: el acervo de dinero, el capital físico y los bonos que en el instante t desearán mantener en el instante $t+1$. Con la finalidad de expresar esta posibilidad, la ecuación anterior ahora la expresamos en la forma siguiente:

$$\Delta B_{DT} = \Delta B_{ST}$$

en donde los componentes de cada miembro se agregan en términos de demanda y oferta de flujo de bonos, respectivamente.

Ahora, si suponemos que los prestamistas (demandantes de bonos) y prestatarios piensan en un acervo de bonos que desean tener en el instante $t+1$, estos acervos deseados serían B_{DT+1} y B_{ST+1} , respectivamente. Si al inicio de la semana T , el acervo existente es B_t , esto implica que, a lo largo de la semana T , los prestamistas planean acumular $(B_{DT+1} - B_t)$ bonos y los prestatarios planean ofrecer $(B_{ST+1} - B_t)$ bonos. Estos planes se expresan en términos de flujos aunque el objetivo de los individuos sea un acervo al final del periodo. Un cambio ocurrido en una variable de acervo durante un periodo de tiempo distinto de cero es un flujo. Por lo tanto, es posible indicar estos planes

de prestamistas y prestatarios en términos de flujos, en la forma siguiente:

$$\Delta B_{DT} = (BD_{t+1} - B_t) \text{ y } \Delta B_{ST} = (BS_{t+1} - B_t)$$

El resultado a que se llega es que la condición de equilibrio del flujo $\Delta B_{DT} = \Delta B_{ST}$ puede expresarse en términos de acervos en la forma siguiente:

$$B_{Dt+1} - B_t = B_{St+1} - B_t$$

o como:

$$B_{Dt+1} = B_{St+1}$$

Esta expresión nos indica finalmente que siempre que hay un equilibrio de flujo (ecuación: $\Delta B_{DT} = \Delta B_{ST}$), habrá un equilibrio de acervo.

Se comprueba que un modelo formulado en términos de flujos puede expresarse en términos de acervos, y viceversa, equivalencia que supuso precisamente Patinkin. En consecuencia, si la teoría de la preferencia por la liquidez se expresa en términos de acervos, mientras que la teoría de los fondos prestables se formula en términos de flujos, ello no representa una diferencia significativa entre los modelos. Sin embargo, esta conclusión no es definitiva. A continuación veremos que este resultado no es posible obtenerlo si a la teoría de la preferencia por la liquidez se le supone relacionada a los acervos existentes en el instante t y no en el instante $t+1$, es decir, si es considerado el instante inicial del periodo como punto de referencia hacia el cual se orientan las decisiones de los individuos para alcanzar objetivos en términos de acervos.

Negativa a la equivalencia de teorías

Acabamos de exponer el argumento de Patinkin en el sentido de que un modelo de flujos puede ser equivalente a un modelo de acervos existentes al *final de periodo*, es decir, cada modelo puede escribirse con variables de acervo o de flujo y cada uno tiene la misma condición de equilibrio. Sin embargo, Foley (1975) demuestra que no hay en general una equivalencia similar entre el equilibrio de un modelo de

flujos y el equilibrio en un modelo que se ocupe de los acervos existentes al *principio del periodo*.²

En efecto, suponiendo que los prestamistas, por ejemplo, desean en el instante t un flujo particular de compras de bonos, B_{DT} , durante la semana T , y que la condición de equilibrio es $B_{DT} = B_{ST}$, el modelo será enteramente diferente de aquél en que los prestamistas desean, en el instante t , un aumento equivalente, B_{Dt} , en los bonos que tienen en el instante t , y la condición de equilibrio es $B_{Dt} = B_{St}$. Para ilustrar esto formularemos un modelo que considere tres mercados: bienes, bonos y dinero en una economía con producción.

Por el lado de la oferta cada mercado presenta nuevas características, de acuerdo con este último supuesto. El mercado de bienes estará integrado en realidad en dos mercados: uno, por el bien de consumo que debe consumirse durante la semana, el otro, por el bien de capital que puede trasladarse de una semana a la siguiente. Como suponemos una economía con producción, hay un flujo de oferta de bienes nuevos producidos *durante* la semana. En los mercados de dinero y bonos, supondremos que ambos son externos y que el gobierno incurre en un déficit durante la semana, por lo que hay un flujo positivo de oferta de cada uno.

En lo referente a la demanda de cada mercado, también adoptaremos nuevos supuestos. Inicialmente la demanda de bienes de capital, bonos y dinero, será una demanda de acervos existentes al final del periodo, mientras que la demanda de bienes de consumo será un flujo de bienes de consumo durante la semana. Como vimos en la demostración de Patinkin, esto equivale a un modelo donde todos los mercados son mercados de flujos, pues quedó demostrado que los planes referentes a los acervos al final del periodo equivalen a los planes referidos a los flujos durante el periodo. Utilizando el procedimiento aplicado por Patinkin, aunque los planes se refieren a los acervos, las condiciones de equilibrio del modelo pueden indicarse como flujos en la forma siguiente:

(A)

$$C_{DT} = C_{ST}$$

$$K_{DT} = K_{ST} \text{ ó } K_{Dt+1} - K_{St} = K_{St+1} - K_{St}$$

$$B_{DT} = B_{ST} \text{ ó } B_{Dt+1} - B_{St} = B_{St+1} - B_{St}$$

$$M_{DT} = M_{ST} \text{ ó } M_{Dt+1} - M_{St} = M_{St+1} - M_{St}$$

² D. K. Foley, 1975, pp. 303-324.

Este sistema está compuesto por las siguientes ecuaciones: la primera ecuación expresa el equilibrio en el mercado de bienes de consumo, las demás ecuaciones el equilibrio en los mercados de activos (capital físico, bonos y dinero, respectivamente).

Nuestro concepto de demanda definido hasta aquí se verá modificado por la incorporación de un supuesto diferente. Supongamos que en el mercado de bienes de consumo, la demanda existente en el instante t se refiere de nuevo a una demanda de flujos durante la semana T . Pero debido a la naturaleza misma de los activos, en los mercados de estos bienes las gentes no planean en el instante t sobre los activos que desean tener en el instante $t+1$. Por el contrario, escogen las cantidades de los tres activos que desean tener de inmediato, en el instante t , y tratan de alcanzar estas tenencias instantáneamente. Por lo tanto, las cuatro condiciones de equilibrio de los mercados durante la semana T deben especificarse del modo siguiente:

(B)

$$C_{DT} = C_{ST}$$

$$K_{Dt} = D_{St}$$

$$B_{Dt} = B_{St}$$

$$M_{Dt} = M_{St}$$

Es importante destacar que las ecuaciones de los mercados de activos (K , B y M) no están especificadas en términos de flujos. Es correcto porque el comportamiento de los acervos supuesto en el modelo origina un equilibrio diferente, en general, del equilibrio producido por el comportamiento referido a los flujos (o acervos del fin del periodo).

En efecto, en el modelo de equilibrio de flujos cada uno de los individuos está escogiendo acervos para el instante $t+1$ (final de periodo). Por lo tanto, debe suponerse que basan sus elecciones en las expectativas que tienen en el instante t acerca del precio que regirá en cada mercado en la semana $T+1$, porque en el instante t están escogiendo activos que trasladarán a tal semana. Así, el equilibrio del mercado (equilibrio de flujos) durante la semana T , expresado por sistema de ecuaciones (A), reflejará las expectativas referentes a la semana $T+1$.

En cambio, en el sistema de ecuaciones (B), los individuos están escogiendo en el instante t los activos que mantendrán durante la semana T , y sus expectativas pertinentes se refieren sólo a los precios existentes en la semana T . Por lo tanto, los equilibrios esperados en cada modelo serán distintos y, por esta razón, también lo serán, en

general, los precios de los tres mercados de activos, incluida la tasa de interés.

Vemos pues, que si interpretamos el modelo de fondos prestables como un modelo de flujos, y la preferencia por la liquidez como una teoría de equilibrio del mercado de activos existentes al inicio del periodo (y no al final del periodo como lo propuso Patinkin), la distinción de acervos y flujos constituirá una diferencia importante entre los dos modelos.

La anterior conclusión tiene una excepción cuando suponemos que los individuos tienen una *previsión perfecta*, lo que implica que sus expectativas de los precios futuros son siempre correctas. Como ejemplo supongamos un individuo que trata de alcanzar un nivel deseado de acervos en cada semana.

a) Un plan de principios del periodo. En las semanas T y $T+1$, el individuo escoge, digamos, B_{Dt} y $B_{D(t+1)}$, respectivamente como los acervos de bonos que desea tener en el primer instante de cada semana. Estas elecciones separadas se realizan sobre la tasa de los precios que espera, en cada semana respectivamente (tales como $P_{e,t,T}$ y $P_{e,t+1,T+1}$), que existan en las semanas T y $T+1$.

b) Un plan de final del periodo. Supongamos ahora que el individuo trata de alcanzar acervos deseados al final del periodo. Al inicio de la semana $T-1$, el agente escoge tener B_{Dt} al final de esa semana o al principio de la semana T . La elección se basa en las expectativas que tiene el individuo, en el instante $t-1$, de los precios que regirán en la semana T (tales como $P_{e,t-1,T}$).

Si el hombre tiene una *previsión perfecta*, de modo que sus expectativas son siempre correctas, entonces $P_{e,t,T} = P_T$ y también $P_{e,t-1,T} = P_T$.

El resultado en este caso, en que se supone *previsión perfecta*, consiste en que es posible sostener la tesis de equivalencia entre un modelo de equilibrio de los acervos existentes al final del periodo (o modelo de flujos) equivale a un modelo de equilibrio de los acervos existentes al inicio del periodo. Sin embargo, dado que la *previsión perfecta* es un supuesto demasiado restrictivo y poco realista no es válido para demostrar la equivalencia general de las dos teorías en cuestión, en cambio sí lo es para el caso particular al que se refiere.

Eliminar el supuesto de *previsión perfecta*, y conservar el de expectativas, permitiría establecer una distinción mucho más aproximada entre los dos enfoques confrontados. Es en este sentido como también actuaría la consideración del tiempo real y el suponer un comportamiento de los agentes económicos menos rígido y más racional, de manera que la construcción de un modelo refleje al proceso macroe-

conómico en forma dinámica y flexible. La proposición de Tobin (1982), misma que expondremos a continuación, pensamos que contribuye en esta perspectiva.

Un punto de vista alternativo

Consideramos que las críticas y proposiciones elaboradas por James Tobin³ llevan a que el debate concluya prácticamente. En efecto, Tobin elabora un conjunto de proposiciones que le permiten realizar una serie de observaciones críticas tanto a la corriente neoclásica, como a los mismos autores keynesianos, logrando con ello introducir en la teoría monetaria, y en la teoría económica en general, un conjunto de ideas que resultaron bastante innovadoras y determinantes para el debate.

De su trabajo se desprende que prácticamente es imposible la equivalencia entre la teoría de los fondos prestables y la teoría de la preferencia por la liquidez al sostener la idea de que determinados supuestos en que se apoyan los keynesianos para justificar el tránsito, siempre posible según estos autores, de una posición de equilibrio a otra nueva, también de equilibrio, carecen de compatibilidad con el mundo real.

Empleando un modelo precisamente de flujos con variables de acervos, *demuestra las implicaciones* de determinados supuestos, rígidos y estáticos, en que se apoyan los keynesianos para justificar *generalmente dicha transición*. En efecto, de acuerdo con Tsiang⁴, la condición del equilibrio de flujo del mercado monetario, en la forma *concebida por los teóricos de los fondos prestables*, puede implicar la condición del equilibrio de acervo correspondiente a la interpretación de los economistas de la preferencia por la liquidez, con tal de que ciertas condiciones estén satisfechas. Veamos esta idea a través de un modelo muy sencillo que simula al modelo formulado por Robertson, el cual nos será útil para incorporar las observaciones críticas de Tobin.

Por el lado de la demanda supongamos que el modelo contiene los siguientes términos que expresan los fondos requeridos para financiar gastos corrientes sobre distintos aspectos:

D_1 : inversión de capital fijo o trabajo;

D_2 : conservación o reemplazo de capital fijo existente o trabajo;

³ J. Tobin, 1982, pp. 171-204.

⁴ Tsiang, S. C., 1987:1988, pp. 219-221.

D_3 : reservas líquidas (derivadas de los saldos ociosos o inactivos);
 D_4 : consumo (como exceso sobre el ingreso disponible).

Por el lado de la oferta:

S_1 : ahorro corriente (definido como ingreso disponible menos el gasto en consumo corriente planeado);

S_2 : depreciación corriente o agotamiento de una porción del capital fijo y del trabajo (obtenidos de los gastos brutos procedentes del periodo precedente);

S_3 : desatesoramiento (retirado previamente de los saldos de dinero mantenidos inactivos);

S_4 : creación neta de dinero adicional por parte de los bancos.

De las cuatro demandas por fondos prestables arriba señaladas, D_1 , D_2 y D_4 constituyen en el modelo demandas adicionales por saldos para transacciones (lo que Keynes en 1937 llamó financiamiento de la demanda por liquidez) requeridas por algunas firmas y consumidores para financiar sus gastos corrientes planeados.

De las cuatro fuentes de oferta de fondos prestables, S_1 y S_2 son sólo las reducciones en la demanda por financiamiento que otros consumidores y firmas pueden tener de sobra durante el periodo corriente.

Por lo tanto, $(D_1 + D_2 + D_4) - (S_1 + S_2)$ pueden ser iguales al incremento neto agregado que toda la comunidad deseará añadir a sus saldos por transacciones.

De forma similar, $D_3 - S_3$ expresa el incremento neto que la comunidad desea añadir a sus saldos inactivos (incluyendo saldos precautorios, especulativos y de inversión).

De acuerdo con lo anterior, la condición de equilibrio de la demanda y oferta de fondos prestables

$$D_1 + D_2 + D_3 + D_4 = S_1 + S_2 + S_3 + S_4$$

que puede reorganizarse en la forma siguiente:

$$[D_1 + D_2 + D_4 - (S_1 + S_2)] + (D_3 - S_3) = S_4$$

implica que el incremento total en la demanda agregada por saldos para transacción (o financiamiento) y por saldos inactivos son iguales al incremento neto corriente en la oferta monetaria creada por los bancos.

En este modelo el equilibrio de flujo de los fondos prestables puede implicar un nuevo equilibrio de acervo sólo si se cumplen dos condi-

ciones necesarias: 1) que la oferta y demanda iniciales de acervo de dinero hayan sido originalmente iguales una a otra, y, 2) que los incrementos corrientes (o decrementos) en la oferta y demanda de dinero, tratados antes como flujo de oferta y demanda por fondos prestables, representen el pleno ajuste, sin retraso, de la oferta y la demanda del acervo anterior a sus nuevos valores de equilibrio, el equilibrio del flujo de los fondos prestables implicaría así necesariamente un nuevo equilibrio de acervo.⁵

Precisamente la adopción de los supuestos indicados hizo que estas dos condiciones de equilibrio fueran desatendidas o tomadas con indiferencia (o como dadas) por aquellos teóricos de la preferencia por la liquidez, partícipes de la interpretación del equilibrio general, quienes pensaron que el equilibrio pleno de acervo podía ser realizado instantáneamente en cualquier punto en el tiempo.

En este sentido, resulta novedosa la proposición de James Tobin al reconocer que el mercado monetario no puede operar fuera de las dimensiones en el tiempo, sino que debe operar al interior de periodos finitos del mismo, considerados éstos como escalones o cortes del tiempo.

En efecto, con sus propias palabras Tobin nos dice: "La determinación de un modelo de corto plazo de la actividad macroeconómica necesariamente se refiere a una parte del tiempo. Es un escalón de una secuencia dinámica, no un equilibrio repetitivo dentro del cual la economía se asienta."⁶

Además, reconoce que el equilibrio esperado en tal corte del tiempo, sólo puede estar entre el ajuste del acervo demandado y el acervo ofrecido durante el periodo. La base de esta idea está en que los ajustes en acervos por periodo de tiempo son flujos, lo que significa que la nueva proposición de Tobin es realmente una especie de análisis del equilibrio de flujo.

Desde este punto de vista, Tobin admite que en cada periodo breve, interpretado éste como un corte del tiempo, los portafolios de los agentes individuales pueden no ajustarse completamente a la nueva información del mercado, lo cual significa un desacuerdo con el supuesto altamente restrictivo de previsión perfecta. Los retrasos en las respuestas, nos dice, son inevitables y racionales, si son conside-

⁵ Tsiang, S. C. 1982, pp. 149-171.

⁶ J. Tobin, *ob. cit.*, p. 172.

rados los costos de transacción en las decisiones. Esta es la razón por la cual ninguna de las dos condiciones señaladas anteriormente es satisfecha en el mundo real. Además, aún cuando el mercado monetario conduzca a los flujos de demanda y oferta de fondos prestables hacia la igualdad, la demanda acervo por dinero y el acervo total de dinero no necesitan haber alcanzado equilibrio mutuo, mismo que los keynesianos y los economistas de la proposición acervo usaron para suponerlo alcanzable en muchos puntos en el tiempo. De esta forma vemos que Tobin acepta la posibilidad del equilibrio de flujos y del equilibrio de acervo, pero no necesariamente llevados a cabo simultáneamente en el tiempo.

Finalmente, podría suceder que la demanda por financiamiento para gastos planeados de inversión, que el mismo Keynes admitió y que no podía haber pasado por alto en su *Teoría General*, sea de la naturaleza de un flujo generado por una decisión flujo de inversión. Tobin no se refiere sólo a un ajuste parcial de la demanda acervo de dinero en la dirección de su nuevo valor de equilibrio. La concepción tradicional del flujo circular del dinero, sostenida por los teóricos de los fondos prestables, implica un movimiento continuo del dinero, éste no es el caso de Keynes quien considerará que el acervo de dinero está siendo conservado voluntariamente en la asignación de cartera.

El redescubrimiento de la demanda de financiamiento por Keynes y la más reciente aportación de Tobin hacia la propuesta flujo, sugiere que la teoría de los fondos prestables es, por lo menos, el enfoque más apropiado para el análisis dinámico del periodo corto, pues lo más probable y realista es la localización, en periodos breves, de equilibrios de flujos financieros, más bien que de acervos. Pero en el trabajo de Tobin esto no es motivo para el abandono o la invalidación de la teoría de Keynes, pues a través de la recuperación del sentido básico que hace de esta teoría logra proponer una sola interpretación de las dos teorías confrontadas, pero a diferencia de Hicks, admitiendo la posibilidad del desequilibrio, y bajo esta forma, distinguiendo también el sentido y el papel de cada una, mismas que por algún tiempo intentaron ser tratadas como idénticas prácticamente, tal y como lo vimos en el transcurso del debate.

La aportación de Tobin también radica en la integración que hace del conjunto de activos financieros (dinero y crédito, entre otros) para explicar el comportamiento agregado en un sentido dinámico, reemplazando con ello la estática comparativa tradicional y la falta de consideración del tiempo real, típica de los modelos de equilibrio general. Con estas novedades analíticas es superado el énfasis que

algunas corrientes teóricas hicieran en torno a algún mercado⁷, como es el caso de la teoría keynesiana que acentuó el papel de la oferta y demanda de saldos reales debido al privilegio que sus autores asignaron al concepto de la preferencia por la liquidez; o como en el caso de la corriente monetarista, cuya presencia creció en los planes de estabilización desde que aparecen los signos de estancamiento e inflación (y después los de hiperinflación) en el mundo, y amparada en los postulados neoclásicos del dinero, otorgó a la oferta monetaria un papel determinante ya no sólo en el rumbo de los precios, sino también en los problemas de la actividad real, aminorando la importancia de todos los demás elementos del sistema financiero; o bien, como más recientemente sucedió con el análisis de expectativas racionales, dentro de una perspectiva neoclásica extrema, que sólo concede importancia a los cambios, “no previstos”, de la oferta de dinero, y que son productores, desde su punto de vista, de percepciones erróneas de los movimientos de los precios nominales ante los precios relativos.

Análisis conjunto de acervos y flujos

Después del trabajo de Tobin, lo que encontramos en el análisis del interés en la actualidad son algunos esfuerzos por integrar las teorías de la preferencia por la liquidez y de los fondos prestables, particularmente, combinando el análisis de acervos y de flujos. Desde el punto de vista de algunos estudios keynesianos recientes, el análisis privilegia la teoría de la preferencia por la liquidez.

Con la finalidad de proporcionar una idea que ilustre esta nueva perspectiva teórica, hemos seleccionado la versión que nos presenta Randall Wray (1990), joven autor neokeynesiano que, como ha de advertirse, reivindica los postulados centrales de la teoría de la preferencia por la liquidez de Keynes. A continuación exponemos una síntesis de su trabajo referido al tema.

La tesis esencial de Randall es de que las variables flujo no afectan directamente a la tasa de interés, indirectamente sí, pero a través del efecto que puedan producir sobre las variables acervo, mismas que sí tienen la posibilidad de incidir directamente sobre el interés.⁸ El análisis de Randall reafirma por principio que la tasa de interés de Keynes está estrictamente relacionada a los acervos, y que sus críticos

⁷ En las consideraciones teóricas del trabajo de Marco Romero Cevallos (1992, pp. 385-451) puede encontrarse una síntesis al respecto.

⁸ L. Randall Wray, 1990, p. 162.

(así como muchos de sus seguidores) crearon una gran confusión al no distinguir consistentemente entre acervos y flujos y entre preferencia por la liquidez y la demanda por crédito.

Nos dice que la inversión y el ahorro son flujos, y los gastos de inversión necesariamente generan flujos equivalentes de ahorro. El financiamiento de los flujos de inversión no afectan directamente a la tasa de interés, justamente como los flujos de ahorro no pueden sobre ella.

Randall reivindica la idea de Keynes en referencia al crédito interpretado como un fondo revolvente (como Tobin y otros autores lo hicieron sobre las mismas líneas). Esto es, dado un fondo revolvente de un cierto tamaño, éste puede financiar continuamente un flujo dado de ahorro e inversión. Sin embargo, los flujos de ahorro e inversión tienen efectos sobre los acervos, pues la decisión de aumentar la inversión puede guiar a la acumulación de un atesoramiento de efectivo antes de gastar para satisfacer un “motivo de financiamiento”. Así, la decisión de invertir puede aumentar el acervo acumulado si el sistema bancario acomoda por la oferta más efectivo. Si el sistema bancario no satisface el deseo de atesorar, la tasa de interés debe elevarse de modo que deje de atentar el atesoramiento. De esta forma, el impacto que un incremento en los flujos de inversión tienen sobre los acervos pueden afectar a la tasa de interés.⁹

Siguiendo la tradición de Keynes, Randall considera que los gastos de inversión proporcionan ingreso que puede ser ahorrado. Así, el aumento de la inversión que es financiado con déficit al mismo tiempo proporcionará activos de largo plazo que pueden ser acumulados como ahorros. Sin embargo, ya que normalmente se supone que la propensión marginal para comprar bonos de largo plazo sobre los incrementos del ahorro personal es menos que la unidad, las preferencias de portafolio requerirán un premio para inducir al público a tener activos de largo plazo emitidos por firmas para financiar posiciones de inversión en activos de capital acumulados como un resultado del gasto de inversión. Randal Wray hace notar que el premio no es debido a la falta de ahorro —el gasto de inversión ha creado ahorro equivalente. Es la preferencia por activos líquidos que necesita un premio para aclarar el mercado de bonos de largo plazo.

Randall también recupera la distinción de Keynes entre demanda de dinero y preferencia por liquidez. La demanda de dinero la define como

⁹ *Ibid.*, p. 163.

emisión voluntaria de débito para gasto de financiamiento. Así, la demanda de dinero es eslabonada primeramente por los flujos de gastos. La demanda de dinero así definida no impacta directamente a la tasa de interés. Sin embargo, un incremento en la demanda de dinero que es hecha por la expansión de la hojas de balance de los bancos, como los bancos proporcionan crédito así, la expansión afectará a los acervos. Por esta vía, la demanda de dinero puede indirectamente afectar a la tasa de interés, tal y como lo discute a continuación. La preferencia por la liquidez la define como un deseo de intercambio de partidas ilíquidas sobre una hoja de balance por partidas más líquidas, o paralelamente disminuir el tamaño de una hoja de balance por débitos reiterados. La preferencia por la liquidez está así relacionada con los acervos y directamente influye a la tasa de interés.

Para Randall en la actualidad hablar de atesoramiento de efectivo es realmente intrascendente, pues una economía cuenta hoy con instituciones financieras desarrolladas, con seguro de depósito, y con un banco central dispuesto a actuar como prestamista de última instancia. Además, las líneas de crédito o facilidades de sobregiro pueden satisfacer el "motivo financiamiento" sin requerir atesorar efectivo. Así, la noción de Keynes, desde el punto de vista de Randall, de que la tasa de interés también está determinada por la oferta y demanda de atesoramiento no se aplica estrictamente a la economía hoy en día.¹⁰

Sin embargo, si la preferencia por la liquidez es colocada como "una teoría del deseo de atesorar activos de corto plazo versus los de largo plazo", entonces es consistente con el análisis de Randall. En efecto, los bancos típicamente abastecen a las empresas con financiamiento de corto plazo, el cual es retirado cuando un proyecto de inversión es completado y son emitidos bonos de largo plazo. Los gastos de inversión generan un monto equivalente de "ahorros", primeramente recibidos como depósitos bancarios por unidades excedentarias. La preferencia por la liquidez puede ser medida como el diferencial de la tasa de interés requerida para inducir a las unidades excedentarias para intercambiar depósitos bancarios por bonos de largo plazo (o como el diferencial de la tasa de interés requerida para inducir a los bancos a comprar bonos de largo plazo con base en una emisión de deudas de corto plazo). Esta medida de la preferencia por la liquidez podría servir para bajar las expectativas de aumento en las ganancias. Ya que una elevación en las expectativas de ganancias servirían para causar una

¹⁰ *Ibid.*, p. 164.

reducción en la estimación de los bancos del riesgo involucrado en los préstamos hechos, esto serviría para reducir la tasa de interés.

De esta forma es como Randall considera que Keynes está totalmente en lo correcto al rechazar alguna determinación flujo de la tasa de interés. La tasa de interés está determinada por los acervos. Por supuesto, nos dice, esto no implica que los flujos no tengan un impacto indirecto sobre la tasa de interés, pues los flujos afectan a los acervos. Una expansión de las hojas de balance bancarias pueden afectar a las tasas de interés precisamente porque los bancos están interesados en la posición de sus hojas de balance (un acervo).

Similarmente, si las familias deciden cambiar su portafolio a posiciones líquidas, esto afectará también a las tasas de interés, las cuales deben ajustarse para que las familias lleguen a estar satisfechas con la cantidad de liquidez. Este puede no ser un ajuste tranquilo —ello puede generar un pánico si las familias se dan cuenta de que la liquidez no puede ser obtenida. El punto importante, sin embargo, desde la perspectiva de Randall es que un aumento en los gastos necesita no tener un impacto sobre la tasa de interés si los bancos están dispuestos a acomodarse por la expansión de sus hojas de balance (y tomando más posiciones ilíquidas) sin requerir que las tasas de interés se eleven. En otras palabras, la conclusión es que la preferencia por la liquidez es la que determina a las tasas de interés, y no la demanda de dinero.

Randall postula una interdependencia entre la oferta de crédito y la preferencia por la liquidez. Cuando la preferencia por la liquidez es baja, los bancos hacen frente a la demanda de crédito expandiendo sus hojas de balance. Cuando la preferencia por la liquidez se eleva, los bancos llegan a ser cada vez más renuentes a hacer frente a la demanda por crédito, así que racionando el crédito reemplazan conductas acomodativas.

Al interpretar las hojas de balance de los prestatarios y prestamistas, la relación entre la preferencia por la liquidez y la oferta de crédito llega a ser aparente. En este sentido Randall hace la observación de que Keynes, sin embargo, tendió a despojar el argumento del detalle institucional. Destaca que Keynes argumentó que la tasa de interés es determinada por lo que la gente piensa que sucederá, es decir, la tasa de interés es particularmente determinada por expectativas y conveniencias. Pero en opinión de Randall, esto no es suficiente, y propone otras determinaciones, sugiere que es también influenciada por la competencia de las instituciones no bancarias, por las preferencias del público, por las acciones del banco central, y por las tasas de interés extranjeras. Con la finalidad de incorporar todo este conjunto de

determinaciones de la tasa de interés y de mostrar cómo interactúan en este sentido, Randall construye un modelo, mismo que a continuación resumimos.

Como punto de referencia Randall propone un sistema bancario que asemeja al existente en Estados Unidos. Las definiciones básicas del mismo son las siguientes.¹¹

Los bancos comerciales proporcionan financiamiento de corto plazo –al productor de bienes de inversión– para gastos de capital trabajo mientras los bienes de inversión están en el proceso de producción. Los bancos de inversión proporcionan préstamos de largo plazo al comprador de bienes de inversión, cuyas compras facilitan al productor de bienes de inversión reembolsar los préstamos del banco comercial. Los bancos de inversión enseguida venden bonos de largo plazo para consolidar préstamos de largo plazo que financian posiciones en activos de capital que son el resultado de los gastos de inversión. Estos activos serán usados para generar ganancias brutas, fuera de los pagos de interés sobre los préstamos de largo plazo pagados, y que facilitan a los bancos de inversión hacer frente a los pagos sobre los bonos de largo plazo.

El financiamiento para capital trabajo proporcionado por los bancos comerciales (a los productores de bienes de inversión) retornará como depósitos al sistema bancario a menos que haya mermas en las tenencias de efectivo, mermas fuera del país, o fugas o mermas en otros tipos de activos financieros (tales como bonos de largo plazo). Cuando los bancos proporcionan financiamiento de corto plazo, ellos deben garantizar que la tasa de interés cargada sobre los préstamos es suficiente para cubrir los costos de la emisión de deudas (para atraer depósitos a través del reflujo o por préstamos del público, de otros bancos, o del banco central) y proporcionar un margen suficiente para cubrir el riesgo de no pago del préstamo. La tasa de interés de corto plazo tenderá a aumentar tanto como los bancos proporcionen más capital de trabajo (para expandir sus hojas de balance) si las mermas aumentan o si percibieron riesgo para expandir las hojas de balance al alza.

Por simplicidad, Randall excluye las mermas en las tenencias de efectivo debido a que son pequeñas y poco practicables en países con instituciones financieras modernas. Las ignora en su análisis porque la provisión de reservas de un banco central normal (por ejemplo, como el banco central proporciona financiamiento estatal) más que compen-

¹¹ *Ibid.*, p. 165.

sa a las tenencias de efectivo del público. Las fugas del país pueden ser sustanciales en una economía mundial integrada. En este caso, los bancos domésticos deben pedir prestado de los extranjeros, o el banco central debe apresurarse a proporcionar reservas para cubrir tales fugas.¹²

Supone también que los receptores de los gastos en capital trabajo pueden elegir comprar activos emitidos por individuos u otras instituciones que los bancos comerciales. En este caso, las tasas de interés sobre los depósitos en bancos comerciales deben ser competitivas ante los activos alternativos. Dado el amplio rango de activos de corto plazo ahora disponibles en Estados Unidos, los bancos comerciales muestran una competencia sustancial de otras instituciones. Esta es la razón por la cual supone que el grado de competencia será un determinante importante de la tasa de interés pagada sobre los depósitos en los bancos comerciales. Sin embargo, como aquéllos son aún balances activos (recibidos por trabajadores en el sector de bienes de inversión), supone, que aumentando los *gastos de capital trabajo no afectan tales mermas en los activos no bancarios* —o aquéllos quienes hacen ventas de tales activos no bancarios devuelven fondos al sistema bancario como depósitos.

El factor riesgo también juega un papel importante en el modelo propuesto por Randall, debido a que el crecimiento de las hojas de balance pueden bien afectar las percepciones de riesgo de los bancos comerciales. Como un banco proporciona préstamos de corto plazo y emite deudas, ello multiplica los activos netos y los activos líquidos. Por este motivo las *razones de apalancamiento prudentes* son establecidas por una combinación de experiencia y “reglas de dedo”. Así, mediante innovaciones y/o modificación de los mecanismos aceptados por lo común, conjuntamente con la observación de niveles apropiados de apalancamiento, a los bancos les es posible expandir portafolios sin necesidad de aumentar tasas de interés. Eventualmente, sin embargo, las instituciones financieras se acercarán a una razón de apalancamiento máxima ‘prudente’. Otras innovaciones, o una revisión de estándares, de nuevo permitirán la expansión sin elevar las tasas de interés. Sin embargo, mientras tanto, sólo un aumento en el premio a la liquidez podría inducir a los bancos a expandir más los préstamos. Esto es, la curva de oferta de dinero es de inclinación ascendente relativa a la tasa de interés en ausencia de innovaciones o revisiones de normas de

¹² *Ibid.*, p. 166.

conducta, paralelamente aunque no haya restricción cuantitativa estricta sobre los préstamos bancarios. La tasa de interés de corto plazo sobre el financiamiento para capital trabajo se eleva debido a los efectos flujo (crédito adelantado para gastos de financiamiento) sobre los acervos (hojas de balance de los bancos). Es, por lo tanto, la “preferencia por la liquidez” de los bancos que causa el aumento de las tasas de interés de corto plazo. Así, el precio del crédito y la preferencia por la liquidez de los bancos están relacionadas a través de los efectos del flujo de crédito sobre la posición de la hoja de balance del banco.

Una vez que los bienes de inversión han sido producidos, el banco de inversión intenta vender bonos de largo plazo y emite préstamos de largo plazo, así el comprador de bienes de inversión puede pagar los bienes terminados y facilitar al productor retirar el financiamiento de corto plazo. El ahorro suficiente ha sido generado y recibido como los depósitos del banco comercial. Si el banco de inversión puede lanzar bonos de largo plazo para venderlos a aquellas unidades excedentarias, aquellos depósitos fluirán al banco de inversión y luego volverán al banco comercial, donde serán “destruidos” tal y como son retirados los préstamos de corto plazo. El banco de inversión debe cargar bastante al alza en la tasa de interés sobre los préstamos de largo plazo proporcionados a los compradores de bienes de inversión para cubrir los costos hechos, más un margen que proporcione beneficios y compense el riesgo percibido. Por tanto, la tasa de interés del préstamo de largo plazo debe exceder a la tasa de interés requerida para inducir al público a inclinarse por los depósitos del banco comercial, a cambio de bonos de largo plazo.¹³

De nuevo, el gasto de inversión puede impactar la tasa de largo plazo debido a los efectos sobre los acervos –hojas de balance de los banqueros de inversión y el público. Si el banquero de inversión ha subestimado la preferencia por la liquidez del público, habrá subestimado la tasa de interés que será requerida para los bonos de largo plazo. Como el comprador de bienes de inversión normalmente negocia la tasa de interés del préstamo de largo plazo porque el proyecto de inversión está emprendido, es el banquero inversionista quien usualmente absorberá el alto costo si la preferencia por la liquidez del público es mayor que la anticipada. Ésta es siempre un riesgo, porque la preferencia por liquidez ciertamente cambia en el periodo requerido para lanzar los bonos.

¹³ *Ibid.*, p. 167.

Allí puede estar una tendencia de los banqueros inversionistas para elevar la tasa de interés cargada al financiamiento de largo plazo como la cantidad de financiamiento concedido en aumento. Los banqueros de inversión, como los banqueros comerciales, deben estar interesados en las razones de apalancamiento porque el reembolso de los préstamos es incierto y porque el precio al cual los bonos pueden ser saldados es también incierto. Por tanto, como las hojas de balance de los banqueros de inversión se expanden, habrá una tendencia al alza de las tasas de interés de largo plazo mostrando que las razones de apalancamiento prudentes son alcanzadas y excedidas. Como indicó Randall anteriormente, las revisiones de las reglas de dedo o los métodos innovadores de financiamiento deben temporalmente impedir el incremento de las tasas de interés. Finalmente, como las hojas de balance absorben más bonos de largo plazo, el premio de liquidez requerido para inducir al público a intercambiar depósitos por bonos de largo plazo deben también aumentar.

Randall supone, como una primera aproximación, que las tasas de interés de corto plazo sobre los préstamos están en función de los costos incurridos por los bancos comerciales que emiten depósitos, en competencia con los activos líquidos alternativos que deben ser tenidos por el público, y hacen préstamos.¹⁴ El diferencial entre el depósito y las tasas de interés de préstamos debe compensar a los bancos por el riesgo percibido, y está determinado primeramente a través de costumbres y reglas de dedo. La tasa de interés de largo plazo es así establecida a un nivel suficiente que induce al público a tener ahorro en forma de bonos, mientras que la tasa de interés de los préstamos de largo plazo es determinada con fuerza al alza para proporcionar un diferencial que compense a los bancos de *inversión por el riesgo percibido* —otra vez, determinado primeramente por reglas de dedo. Un nivel dado de inversión (y ahorro) no daría lugar a una presión sobre la tasa de interés mientras que la preferencia por liquidez y las reglas de dedo no cambian. Una elevación de los gastos de inversión incrementará el tamaño de las hojas de balance y puede afectar a las tasas de interés de corto y largo plazo si el riesgo percibido o la preferencia por liquidez aumentan, o si las razones prudentes de apalancamiento son excedidas.

Sin embargo, Randall ha ignorado intencionalmente en su análisis las acciones del banco central, y se concentra en las adiciones de acervos. Plantea que las adiciones a los portafolios resultantes de los

¹⁴ *Ibid.*, p. 168.

flujos son pequeñas en relación al tamaño de los acervos. Por consiguiente, las decisiones de ajuste de los portafolios puede tener un impacto sobre las tasas de interés en adición al impacto causado por los flujos. Aunque estas consideraciones complican el análisis de la determinación de las tasas de interés, ellas no hacen cambiar la conclusión de que algún impacto de los flujos sobre las tasas de interés debe llegar a través de impactos sobre los acervos.

Al respecto, Randall ejemplifica el asunto con lo que acontece en Estados Unidos, donde las tasas de interés tienden a elevarse durante una expansión porque la Reserva Federal (FED) frecuentemente decide empujar al alza a las tasas de interés con la aparente creencia de que la expansión causará inflación. La FED eleva la tasa de descuento y, tal vez, supone restringir las reservas. Esto directamente eleva los costos incurridos de los bancos comerciales. Los bancos comerciales supondrán encontrar fuentes alternativas de reservas, por tanto pueden continuar encontrando la demanda de prestatarios dignos de crédito. Sin embargo, la política monetaria estrecha puede eventualmente suponerse que presione al alza a las tasas de interés de corto plazo. Esto necesita no inmediatamente reducir la tasa de crecimiento de las hojas de balance. La elevación de las tasas de interés de corto plazo puede generar expectativas de aumento en las tasas de interés de corto y largo plazo y la caída de los precios de los bonos. Esto puede incrementar la preferencia de liquidez del público, que ahora requiere mayores tasas de largo plazo para compensar la pérdida potencial de capital en los bonos. Como falta difusión, las expectativas de beneficios pueden caer y la preferencia por liquidez puede aumentar adicionalmente. Los bancos comerciales y los bancos de inversión revisan las reglas de dedo a la baja como toman en cuenta la falta de aumento en los préstamos. Las tasas de interés sobre los préstamos se elevan y los bancos proporcionan crédito sólo por costumbre establecida. La demanda por préstamos puede ser extrema, pero esta demanda es por liquidez requerida para satisfacer el pago de comisión existente, y no expandir los gastos.

La conclusión a la cual llega Randall¹⁵ consiste en que la preferencia por liquidez es medida por el premio requerido para inducir a los agentes a tener portafolios ilíquidos. Porque un incremento en el

¹⁵ *Ibid.*, p. 169.

tamaño de las hojas de balance de los bancos está asociado con un apalacamiento creciente y una liquidez declinante, además los bancos aumentarán algunos puntos la tasa de interés en lugar de la expansión del producto. Esta tendencia de las tasas de interés a aumentar y que incrementan el gasto deficitario puede ser compensado, desde el punto de vista de Randall, por muchos factores, incluyendo:

- (1) un cambio en las preferencias del depositante hacia posiciones ilíquidas (que es, bajar la preferencia por la liquidez);
- (2) intermediación por otras instituciones financieras (no bancarias);
- (3) provisión del banco central de reservas a través del mercado abierto y/o baja en las tasas de descuento;
- (4) expectativas optimistas concernientes al futuro (por tanto que la preferencia por la liquidez baje y que aumenten las expectativas de ganancias); y
- (5) flujos financieros desde el extranjero (los cuales aumentan la liquidez de las hojas de balance de los bancos).

Todo lo anterior constituye un fundamento para que Randall obtenga una conclusión a favor del concepto endógeno del dinero.

En efecto, pues considera que la teoría de la preferencia por la liquidez no es inconsistente con el enfoque del dinero endógeno. La inversión, nos dice, no es restringida por la oferta de ahorro, ni es restringida por la cantidad de dinero (estrictamente definido). Como los bancos no están restringidos estrictamente en cantidad, sus préstamos hechos de buena voluntad deben ser una función de sus voluntarias posiciones ilíquidas en activos. Esta buena voluntad seguramente será afectada por el estado de las expectativas de largo plazo observadas provechosamente. Sin embargo, también será afectada por las posiciones de las hojas de balance de los bancos, por las preferencias de portafolio del público, y por las políticas del banco central.

La teoría de la preferencia por la liquidez, agrega, no es simplemente un expediente "defectuoso" adoptado en una crítica de la teoría de los fondos prestables. Es una parte necesaria de la teoría general de Keynes. La teoría de la preferencia por la liquidez está estrechamente vinculada a las teorías de Keynes de la demanda efectiva, de la relación entre la eficiencia marginal del capital y la inversión, y del motivo de financiamiento. La teoría de la preferencia por la liquidez no es inconsistente con el enfoque de dinero endógeno. Además, la teoría de la preferencia por la liquidez refuerza el enfoque del dinero endógeno,

justamente como el enfoque del dinero endógeno refuerza la teoría general de Keynes, concluye finalmente.¹⁶

Resulta evidente, después de ver el estudio de Randall, que son amplias las posibilidades de combinar teorías distintas de interpretación de la tasa de interés, sin menoscabo de la esencia analítica de cada una de ellas. La riqueza de los resultados que se obtiene de ello es incomparable al uso de una sola vía de análisis.

¹⁶ *Ibid.* .. p. 170.

SÍNTESIS Y REFLEXIONES FINALES

1. Habiendo hecho el recorrido que nos propusimos a través de las más relevantes interpretaciones de la tasa de interés, y otras ideas más que quedaron limitadas al nivel de proposiciones alternativas, lo primero que llama nuestra atención es que el origen, de por lo menos de cada una de las teorías expuestas, no es ajeno a una trayectoria histórica de la teoría monetaria. Las teorías del interés examinadas aquí son producto de un largo debate teórico, cuyo punto de partida está representado por las tesis sustentadas por la teoría clásica del interés. La síntesis lograda por Wicksell de esta teoría sería el fundamento de la teoría neoclásica de los fondos prestables desarrollada por Robertson y Hawtrey (por la escuela inglesa) y Ohlin (por la escuela sueca).

2. Después de más de un siglo de interpretación cuantitativa de la tasa de interés, ésta comienza a tener interpretaciones alternativas. En oposición a la teoría tradicional y desarrollando la tradición de Cambridge, Keynes, en su *Teoría General*, privilegia explícitamente por primera vez (la escuela de Cambridge lo había hecho pero implícitamente) al mercado de dinero para definir las determinaciones de la tasa de interés. Propuso una teoría monetaria del interés y demostró desde su enfoque la indeterminación de esta categoría en las teorías clásica y neoclásica. Éste sería el punto de partida del extenso debate de teoría monetaria que hemos expuesto y que se desarrolla prácticamente en el mismo rumbo en que se desenvuelve el debate histórico entre la teoría de Keynes y sus críticos, pues su obra, incluyendo sus ideas acerca del dinero y el interés, es objeto de una amplia discusión y reinterpretación desde la óptica neoclásica del equilibrio general walrasiano.

3. La tasa de interés correspondiente a la teoría de los préstamos es una tasa real, pues está determinada por el ahorro y la inversión (o por la oferta y demanda del mercado de préstamos), en cambio, una tasa de interés derivada de la teoría de la preferencia por la liquidez es esencialmente una tasa monetaria, ya que está determinada por la oferta y demanda del mercado de dinero. Esta diferencia constituye uno de los ejes centrales del debate. La interpretación neoclásica de la obra de Keynes, llevada a cabo originalmente por Hicks, demostró por primera ocasión que tal divergencia carece de importancia en un modelo de equilibrio general donde es aplicada la Ley de Walras. El argumento se sustenta en que esta diferencia no es significativa si ambas tasas son expresadas, alternativamente, en un modelo con tales características, pues la conclusión que se obtiene es de que son equivalentes, por lo tanto, el empleo de cualquiera de las dos teorías resulta indiferente para la determinación de la tasa de interés. El argumento básico de Hicks,

hasta cierto grado lógico, tiene como complemento la idea de que la omisión de uno u otro mercado, de acuerdo con la Ley de Walras, no elimina la influencia del mercado suprimido en la determinación del conjunto de precios de equilibrio, ya que éste se deriva del equilibrio simultáneo de todos los mercados (Patinkin). El problema, sin embargo, pensamos radica en que a pesar de esta consideración, la teoría del equilibrio general es limitada en este sentido, pues no permite ver o no hace explícita la función diferenciada y el grado de influencia de cada mercado en la determinación de la tasa de interés, por lo que no hace patente la distinción conceptual de las dos tasas de interés, la monetaria y la real, a pesar de que éstas se igualen en el equilibrio.

4. El marco de equilibrio general walrasiano, que pasó a ser una nueva alternativa de interpretación del interés y aceptada por mucho tiempo, no facilita de todas maneras el estudio del desequilibrio, pues los supuestos básicos que le son característicos (perfecta flexibilidad de todos los precios y de la tasa de interés, así como el de que las transacciones no ocurren en el tiempo real) hacen posible el ajuste instantáneo y, por tanto, el equilibrio automático. Un modelo que suponga lo contrario y reemplace el marco walrasiano permitiría indagar el grado de influencia del desequilibrio del mercado de dinero o del de títulos sobre la tasa de interés y mostraría con ello las diferencias significativas entre las dos teorías (Klein y Johnson). De construirse así este modelo, tendría la posibilidad de pasar a ser otra opción para interpretar a la tasa de interés.

5. La teoría de los fondos prestables está expresada en términos de flujos, mientras que la teoría de la preferencia por la liquidez lo está en términos de acervos. Esta diferencia también resulta insignificante cuando se expresa la teoría de flujo de fondos prestables como una teoría de acervos del mercado de bonos, referidos estos últimos al final de un periodo, cuando el tiempo se divide en periodos discretos (Patinkin).

6. En cambio, tal diferencia no es insignificante si el modelo de acervos se refiere a los acervos de principios del periodo, también dividido el tiempo en periodos discretos y si se suponen expectativas inciertas. Los modelos de acervo y de flujo sólo serán equivalentes si se supone una previsión perfecta (Foley).

7. Tampoco es insignificante la diferencia entre las dos teorías si se incorpora un concepto del tiempo real y del proceso económico como proceso dinámico que permitan analizar al mercado monetario operando al interior de periodos finitos de tiempo y concebir a éstos como cortes del tiempo real, en los cuales los ajustes en los acervos deman-

dados por periodo de tiempo se expresen como flujos. Adicionalmente, si se consideran los motivos que llegan a producir la acción con retraso en los agentes económicos, es posible eliminar el resultado tradicional del equilibrio continuo, y en todos los momentos en el tiempo, de las variables stock (Tobin).

8. Por lo tanto, la distinción entre la teoría de los préstamos y la preferencia por la liquidez, depende de un problema de interpretación, es decir, depende de si la interpretación es del equilibrio general, o bien, del desequilibrio; está en función de la forma en que sean espaciadas en el tiempo las decisiones económicas y las condiciones del equilibrio; asimismo, del concepto del tiempo y de la racionalidad asignada a los agentes económicos en el proceso económico.

9. Si el punto de partida del debate particular estudiado es la crítica de Keynes y la reinterpretación de su obra desde el enfoque neoclásico del equilibrio general walrasiano, uno de los saldos importantes de la controversia muestra en este sentido que la teoría de Keynes, por lo menos en sus aspectos monetarios, no resultó en una absorción absoluta por parte de la interpretación neoclásica. Hoy las interpretaciones del *interés más ampliamente aceptadas* son precisamente: la teoría neoclásica de los fondos prestables (comúnmente llamada teoría del crédito), *la teoría de Keynes de la preferencia por la liquidez* y la síntesis neoclásica-keynesiana (cuyo enfoque general en los manuales de macroeconomía es divulgado con la denominación de esquema IS-LM).

10. El interés hoy tiene efectivamente estas opciones de interpretación, sin embargo, pensamos que su validación sigue dependiendo, esencialmente, de la capacidad que tengan para permitir el análisis del interés (o de la estructura de tasas de interés) en cada mercado, pero en el conexto de una economía monetaria.

BIBLIOGRAFÍA

- Aftalion, Florin y Patrice Poncet. *Las tasas de Interés*. México, FCE, 1985, Cap. IV: "Formación de la tasa de interés real", pp. 90-179.
- Benetti, Carlo. *Moneda y Teoría del Valor*. México, UAM-FCE, 1990.
- Blaug, M. *Teoría Económica en Retrospección*. México, FCE, 1985.
- Dillard, Dudley. *La Teoría Económica de John Maynard Keynes*. Madrid, Aguilar, 1980 (original: 1948).
- Fletcher, G. A. *The Keynesian Revolution and its Critics*. London, MacMillan Press, 1987. Part II.1: "Robertsonian Economics", pp. 27-281.
- Foley, D. K. "On Two Specification of Asset Equilibrium in Macroeconomic Models", *Journal of Political Economy*, vol. 83, abril/1975, pp. 303-324.
- Gurley, J. G. y E. S. Schaw. *Money in Theory of Finance*. Washington, D.C., The Brookings Institute, 1960.
- Hansen, A. *Guía de Keynes*. México, FCE, 1978 (original: 1953), Cap. VIII: "Las teorías clásicas, del fondo para préstamos, y Keynesiana de la tasa de interés", pp. 126-138.
- . *Teoría Monetaria y Política Fiscal*. México, FCE, 1974 (original: 1949).
- Harris, L. *Teoría Monetaria*. México, FCE, 1985. Caps XV y XVI, pp. 369-391.
- Hicks, J. R. *Ensayos Críticos Sobre Teoría Monetaria*. Barcelona, Ariel, 1975 (original: 1967). Ensayos:
"Keynes y los clásicos" (1937);
"Otra vez los clásicos" (1957);
"La teoría monetaria y la historia" (1967);
"El 'Paper Credit' de Thornton" (sin f.).
- . *Valor y Capital*. México, FCE, 1976 (original: 1939), Cap. XII: "La determinación de la tasa de interés", pp. 180-191.
- Johnson, H. G. "Inside Money, Outside Money, Income, Wealth and Welfare in Monetary Theory", *Journal of Money, Credit and Banking*. Febrero de 1969, pp. 30-46.
- . "Pesek and Saving's Theory of Money and Wealth: A Comment", *Journal of Money, Credit and Banking*. Agosto de 1969, vol. 1, pp. 535-537.

- Keynes, J. M. "Alternative Formulations of the Theory of Interest", *Economic Journal*, junio/1937.
- *Teoría General de la Ocupación, el Interés y el Dinero*. México, FCE. 1981 (original: 1936), Cap. 14. "La teoría clásica de la tasa de interés", pp. 158-166.
- Klein, L. R. *The Keynesian Revolution*. Nueva York, MacMillan, 1947.
- Laidler, D. *La Demanda de Dinero*. Barcelona, Bosch, 1982, Cap. IV: "Los clásicos, Keynes y la Teoría Cuantitativa Moderna", pp. 61-81.
- Leijonhufvud, A. *On Keynesian Economics and the Economics of Keynes: A Study in Monetary Theory*. Nueva York, Oxford University Press, 1968.
- Mill, J. S. *Principios de Economía Política*. México, FCE, 1978 (original: 1848), Libro III, Cap. XXIII: "Del tipo de interés", pp. 547-558.
- Minsky, Hyman P. *Las Razones de Keynes*. México, FCE, 1987.
- Modigliani, F. "Liquidity Preference and the Theory of Interest and Money", *Econometría*. Enero de 1944, vol. 12, pp. 45-88.
- "The Monetary Mechanism and Its Interaction with Real Phenomena", *Review of Economics and Statistics*. Febrero de 1963, vol. 45, núm. 1 parte 2, pp. 79-107.
- Patinkin, D. "Liquidity Preference and Loanable Funds: Stock and Flow Analysis", *Económica*, vol. 25 (nueva serie), noviembre de 1958 pp. 300-318.
- *Money, Interest and Prices*. 2a. ed. Nueva York: Harper & Row, 1965, "Introduction", pp. XXIII-XXV; Cap. VII: "A critique of neoclassical monetary theory", pp. 162-195; Cap. XV: "A critique of classical and keynesian interest theory", pp. 366-381.
- Pesek, B. P. y T. R. Saving. *Money Wealth and Economic Theory*. Nueva York, MacMillan, 1967.
- Quijano, J. M. "La Moneda en Ricardo, Wicksell y Hicks." *Documentos de Trabajo*. México, CIDE, núm. 1, serie: Instituto de Estudios Económicos de América Latina, julio/1982, pp. 3-13.
- Ricardo, D. *Principios de Economía Política y Tributación*. México, FCE, 1973 (original: 1817), Cap. XXI: "Efectos de la acumulación sobre las utilidades y el interés", pp. 216-224; Cap. XXXVII: "De la moneda y los bancos", pp. 263-277.
- Roll, Eric. *Historia de las Doctrinas Económicas*. México, FCE, 1978.
- Romero Cevallos, Marco. "Procesos Reales y Financieros en México, Chile y Ecuador en los Ochenta", *Monetaria*. CEMLA, vol. XV, núm. 4, oct.-dic. de 1992.

- Samuelson, P. A. "The Simple Mathematics of Income Determination", en L. A. Metzler y otros, *Income, Employment and Public Policy: Essay in Honour of Alvin Hansen*. Nueva York, Norton, 1948, pp. 133-155.
- Sayers, R. "Ricardo's views on Monetary Questions", *Papers in English Monetary History*. Asthom y Sayers (eds.).
- Schumpeter, J. A. *Historia del Análisis Económico I*. México, FCE. 1984 (original: 1954). Parte Tercera, Cap. 7: "Moneda, crédito y ciclos", pp. 585-632.
- Spiegel, Henry W. *El Desarrollo del Pensamiento económico*. Barcelona, Omega, 1991.
- Thornton, H. *An Enquiry into the Nature and Effects of the Paper Credit of Great Britain*. (Londres, Hatchard, 1802) Reimpresión de Farrar and Reinehart, Inc., Nueva York, 1939.
- Tobin, James. "Money and Finance in the Macroeconomic Process." *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 14, mayo de 1982, pp. 171-204.
- Tsiang, S.C. "Stock of Portfolio Approach to Monetary Theory and the Neo-Keynesian School of James Tobin". *IHS-Journal*, vol. 6, 1982, pp. 149-171.
- "Loanable Funds". *The New Palgrave. A Dictionary of Economics*. M. Milgate & P. Newman (1987;1988). The MacMillan Press LTD. Hong Kong. John Eatwel (comp) vol. 3, pp. 219-221.
- Walras, León. *Elementos de Economía Política Pura*. Madrid, Alianza Universidad, 1987 (original: 1874-1877).
- Wicksell, K. *Interest and Prices*. New York, Kelley, 1962 (original: 1898), pp. 102-121.
- *Lecciones de Economía Política*. Madrid, Aguilar, 1947 (original 1902), Libro Segundo: "Dinero", pp. 353-369.
- Wray, L. Randall. "Alternative theories of the rate of interest", *Cambridge Journal of Economics*. 1992, núm. 16, pp. 69-89.
- *Money and Credit in Capitalist Economics. The endogenous money approach*. University of Denver. Ed. Edward Egar. 1990, pp. 155-170.

Teorías de la tasa de interés se terminó de imprimir en agosto de 1994 en Amacalli Editores S. A. de C. V., Av. México-Coyoacán No. 421, Col. Xoco General Anaya, México, D. F., C. P. 03330, Tel.: 604 72 63. El tiraje consta de 1 000 ejemplares.

La presente obra examina uno de los temas más controvertidos de la teoría monetaria: los determinantes de la tasa de interés. Se analizan las interpretaciones de los autores más destacados en el desarrollo de la teoría del interés, desde las ideas que antecedieron a los escritores clásicos, pasando por Smith, Thornton, Ricardo y Mill; así como las proposiciones de Fisher y Marshall y la síntesis elaborada por Wicksell.

La crítica de Keynes a la teoría clásica y su teoría monetaria del interés ocupan un lugar especial en el estudio. Los autores que participan en el debate histórico iniciado por Keynes - en lo que a su obra monetaria se refiere - también pasan revista en esta investigación, como Hicks, Patinkin, Klein, Foley, Tsiang y Tobin, entre otros.

A lo largo del trabajo el autor destaca los progresos y las discrepancias centrales entre las interpretaciones alternativas más aceptadas, poniendo de relieve aquellas contradicciones que han caracterizado el desarrollo de la teoría general de la tasa de interés, así como los problemas que aún no han sido resueltos, lo que permite ver en la determinación de la tasa de interés un tema de relevancia actual.

ALFREDO SANCHEZ-DÍAZ, Maestro en Economía (UNAM), profesor, investigador, titular B, de tiempo completo y Jefe del Área de Teoría y Análisis Económico en el Departamento de Economía de la UAQ Azeapatzaco.

Ha publicado artículos y ensayos en libros colectivos, en la revista *Análisis Económico* y *El Cotidiano* de la UAM, y en diarios y revistas nacionales.

Entre sus temas de estudio destaca la política económica, así como la teoría y el análisis monetario - financiero.