

SETENTA AÑOS DE LA
TEORÍA GENERAL DE KEYNES.
UNA REVISIÓN CRÍTICA

Fernando Méndez Ibisate

SETENTA AÑOS DE LA TEORÍA GENERAL DE KEYNES. UNA REVISIÓN CRÍTICA*

Fernando Méndez Ibisate

1. Introducción.

Hace setenta años, en febrero de 1936, veía la luz una de las obras que mayor relevancia e influencia han tenido en la formación académica y las ideas económicas de nuestro tiempo: *La teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*, de John Maynard Keynes.

A pesar de que en estos años sus principios han sido unos refutados y otros superados y de que la ciencia económica ha experimentado nuevos avances y un notable progreso en la forma de enfocar los problemas que afronta, se considera a Keynes, tal vez con bastante razón y justicia, como el economista más influyente del siglo XX, tanto en el campo teórico como de sus aplicaciones prácticas.

Aunque no nos detendremos en su biografía, por otra parte profusamente tratada por Robert Skidelsky, es preciso destacar, para entender la *Teoría General* (TG), la visión elitista del mundo y del gobierno que tenía Keynes y que desarrolló en uno de los colegios más prestigiosos de Gran Bretaña: Eton. Allí Keynes manifiesta su aguda inteligencia, destacable a lo largo de su vida y su carrera profesional, así como su capacidad de liderazgo; pero también su arrogancia.

Cuando pocos años después se une al grupo de “los apóstoles”, en el King’s College de Cambridge, emergerá la concepción ilustrada y soberbia con que sus miembros contemplaban el mundo y la moral. “Los apóstoles”, que reivindicaban la amistad y la belleza y rechazaban la política y la guerra, negaban la validez de normas, costumbres y tradiciones para imponer una moral y reclamaban el derecho a fijar ellos mismos su propia ética.

En su juventud y madurez formó Keynes parte del “grupo de Bloomsbury”, integrado por varios “apóstoles” y conocido por su rechazo de los principios y moral victorianos, su pacifismo, su desprecio hacia el dinero y la riqueza (aunque varias actividades y algunos miembros del grupo fueron financiados por Keynes) así como por su aversión hacia los modos de vida convencionales. Sus integrantes se consideraban unos elegidos que, con la persuasión y el ejemplo, predicaban los nuevos valores y despreciaban al resto de la gente a la que consideraban vulgar, simple e ignorante.

Se entiende, así, que la TG honre y ensalce el conocimiento y la mayor información de la clase gobernante (políticos y burócratas), a quien Keynes consideraba privilegiada para tomar decisiones correctas, en contraste con la capacidad, conocimiento e

* Agradezco los comentarios de los especialistas asistentes al Seminario «Lucas Beltrán», celebrado el 18 de mayo de 2006 en la Universidad San Pablo-CEU de Madrid, así como los de su director, el profesor Pedro Schwartz, donde presenté el texto. Asimismo, agradezco los comentarios del profesor Carlos Rodríguez Braun al borrador del trabajo. Por descontado, todos quedan eximidos de cualquier error u omisión en el mismo.

Aunque la versión española de la *Teoría general* que cita el trabajo es una mala traducción, está en todo momento cotejada y revisada por la versión inglesa, así como por las correcciones introducidas por Rodríguez Braun (1986) y las del propio autor.

información limitados, y en ocasiones irracionales, de consumidores, empresarios y, sobre todo, inversores financieros individuales. Y se entiende, también así, que el propio Keynes, en su prólogo a la edición alemana de la TG, también de 1936, llegue a afirmar: “la teoría de la producción agregada, que es la que este libro pretende proporcionar, se adapta más fácilmente a las condiciones de un estado totalitario, de lo que lo hace la teoría de la producción y distribución de un producto dado producido en condiciones de libre competencia y grandes dosis de laissez-faire.” [Keynes (1973), Prefacio, p. xxvi]

Muchos han visto en ese escueto párrafo un mero guiño obligado al régimen donde Keynes iba a introducir su obra. Aunque conocida su elitista visión del mundo y considerando los muchos simpatizantes y diversos admiradores que en la Gran Bretaña de los años treinta despertaron ideas totalitarias como el nazismo o el comunismo (este último en esas décadas y en las posteriores de la guerra fría), sobre todo en el mundo intelectual, tal vez pueda leerse con mayores reparos.

Sin embargo, para hacer justicia, en favor de Keynes cabe argumentar que en el último capítulo de la TG afirma expresamente que su teoría no aboga “por un sistema de socialismo de Estado que abarque la mayor parte de la vida económica de la comunidad. No es la propiedad de los medios de producción la que conviene al Estado asumir”. [Keynes (1981), p. 333]

Lo que Keynes propone, y a la luz de la práctica económica todavía sigue vigente pese a su proclamada derrota, es que el Estado ordene, mediante controles centrales, la demanda agregada de consumo, utilizando su sistema de impuestos “y, quizá, por otros medios” [Keynes (1981), p. 332], y ajuste los incentivos para invertir fijando la tasa de interés y actuando sobre las expectativas de inversión. Para fijar la tasa de interés, que se determina en el mercado monetario, habría que acudir a la política monetaria. Pero, a diferencia de sus escritos anteriores, Keynes no cree posible que ésta tenga efecto sobre la tasa de interés (y no sólo por la trampa de la liquidez, que Keynes percibe como un caso extremo improbable del que no conoce ejemplo alguno) para determinar una tasa de inversión óptima. Por lo que, en realidad, propone “una socialización bastante completa de las inversiones [como] único medio de aproximarse a la ocupación plena” [Keynes (1981), pp. 332-3].

Y es que en la base de la TG está su consideración de que, sucesivamente, los mercados de trabajo, consumo, inversión y dinero funcionan con fallos respecto a los supuestos de comportamiento neoclásicos. Razón por la cual debe construirse una teoría general nueva; un nuevo modelo, cuyos argumentos, supuestos y variables, sí recojan fidedignamente cómo funcionan esos mercados, de forma imperfecta, para poder entender la realidad económica y así lograr aminorar los problemas o atacar las situaciones de subproducción y subempleo, causadas fundamentalmente por una insuficiencia de la demanda de inversión.

Hoy, sin embargo, sabemos, tras los desarrollos de la teoría institucional y la inclusión de las instituciones en el análisis económico, que la existencia de costes de transacción y de instituciones, que son los instrumentos –las reglas– que utilizamos para salvar esos costes pero que a la vez imponen otros costes nuevos, no debe interpretarse, como se hizo en época de Keynes, como fallos o imperfecciones del mercado. Los fallos del mercado no son tales. Y, sobre todo, sabemos que los mercados no se comportan como

describió Keynes. Ni la función de consumo, ni el mercado de dinero, ni el ahorro y la inversión... ni, sobre todo y especialmente, los mercados financieros y bursátiles, a los que Keynes trató como irracionales, caprichosos e insensatos.

Una última observación. El libro se encuentra escrito en un contexto concreto, que es el que describe y analiza, de depresión. Apenas se realizan unas pocas referencias al comercio exterior o la economía abierta [véase Keynes (1981), pp. 113, 298-300 y 336] y, atendiendo al tratamiento e influencia de las expectativas (a corto y largo plazo) y del ciclo en el libro, así como la importancia que en varias partes de la obra se otorga a los cambios y evolución de los acontecimientos, resulta más dudoso afirmar que la TG se desenvuelve exclusivamente en el corto plazo o que describe una economía estática y no dinámica. Algunos economistas han intentado justificar los problemas analíticos de la TG diciendo que muestra un modelo para una situación concreta (depresión) o un caso muy particular (corto plazo), que no contemplaría otros marcos distintos. Esto no justifica los errores aludidos de la TG ni hace justicia a las intenciones de Keynes que, tal como expone y desarrolla en el capítulo 24 del libro, aspira a hacer una *teoría general*, explicativa de cómo se desarrolla y desenvuelve la economía en su conjunto y cuyo análisis descansa sobre supuestos generales, que iremos analizando y que constituyen, precisamente, sus errores.

“Es sorprendente –afirma Keynes– el número de tonterías que se pueden creer temporalmente si se aísla uno demasiado tiempo del pensamiento de los demás, sobre todo en economía (así como en las otras ciencias morales), donde con frecuencia es imposible contrastar de forma conclusiva las ideas propias, ya sea formal o experimentalmente” [Keynes (1981), p. 10-11]. Esto último no ha sucedido con Keynes ni la TG, que se han sometido continuamente, a lo largo de estas décadas, a las críticas y análisis comparativo, tanto teórico como de contrastación empírica, aunque sí es cierto que sus errores han prevalecido, no temporalmente, como dice, sino muchas décadas, precisamente por la razón que él mismo aduce y porque, como afirma Stigler, “No existe un método definitivo por el que una ciencia pueda librarse completamente de las teorías que otrora fueron populares” [Stigler (1978), p. 201]. Lo que, sostiene Friedman, es especialmente cierto en Economía y ciencias sociales [Friedman (1967), p. 16-17].

2. La obra. Los fallos de los mercados.

La inteligencia y maestría de Keynes son incuestionables. El título del libro, *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*, responde con exactitud y destreza al contenido del mismo, donde ordena las piezas del puzzle y las coloca de forma sucesiva, poco a poco, hasta construir una teoría general alternativa. Algo que culmina o realiza en el capítulo 18. No es que, a partir de éste, el resto de capítulos sean de relleno. Pero los tres que recoge el Libro V (capítulos 19, 20 y 21, sobre los salarios nominales y dinero) tratan de aspectos nominales o monetarios y, por tanto, para Keynes, de cuestiones de unidades salariales. Es decir, en el libro V se aborda fundamentalmente el problema de la inflación y sus causas. Y ésta queda ya establecida en los primeros capítulos, sobre todo en el capítulo 2, donde desarrolla los problemas del empleo y del mercado de trabajo. De hecho, el capítulo 20, sobre la demanda de ocupación, será una simple recopilación de lo que se deriva de todo el modelo anteriormente descrito y es el capítulo preparatorio (define algunos conceptos de elasticidad y sus relaciones) para la explicación que ofrece de la inflación en el capítulo 21, con las ecuaciones de elasticidades donde presenta –una vez más– el modelo y la explicación clásica de la

inflación como un caso particular de su *teoría general*. Pero la inflación es, desde el capítulo 2, un problema de costes, sobre todo salariales.

Igual acontece con el capítulo 22, dedicado al ciclo económico que, siendo importante, se trata más bien de una repetición de mecanismos explicados con anterioridad, en los que operan y se interrelacionan la propensión marginal a consumir y la demanda de consumo, la eficiencia marginal del capital, el tipo de interés, las expectativas o el factor tiempo, y que conducen a una situación de depresión o deflación.

Por cierto, sobre los procesos cíclicos cabe advertir que en la TG, a diferencia por ejemplo de su *Tract on Monetary Reform* de 1923 (capítulo 1), Keynes considera que se produce una asimetría entre los procesos o situaciones de deflación y de inflación, ocasionando, los primeros, daños o perjuicios superiores a los segundos. Tal asimetría entre procesos deflacionistas e inflacionistas se origina o produce por los supuestos realizados en el capítulo 2 sobre la oferta de trabajo (inexistencia de una relación funcional) y sobre la rigidez de salarios, que impide a los trabajadores responder a los estímulos salariales a la baja, pero no al alza [Keynes (1981), pp. 259 y 269]¹.

Por último, también pueden considerarse como corolarios o consecuencias lógicas del modelo teórico y analítico, expuesto en los cuatro primeros libros de la TG, los dos últimos capítulos que se recogen en el Libro VI. El capítulo 23, que vendría a ser un remate o perfeccionamiento a sus tesis, consiste en una historia de las doctrinas económicas relativista, donde Keynes busca los autores o economistas que pudieron precederle en sus ideas y que corroborarían sus conjeturas. En tanto que el capítulo 24 es toda una declaración de intenciones, en parte ya mencionadas, sobre las conclusiones de política práctica o las consecuencias respecto a la visión de la Economía que pueden derivarse de la TG y sobre el papel del Estado en dicho entramado o modelo.

Pero, volvamos al núcleo de su edificio teórico y analítico. Lo que Keynes expone en la TG es un mal funcionamiento concatenado de los mercados de trabajo, consumo, inversión y dinero (por ese orden), derivado en ocasiones de errores en las premisas del modelo clásico², que describe mercados con equilibrios completos (sin desocupación, sobreabundancia o escasez). Por el contrario, para Keynes, la economía funciona con

¹ Es interesante observar que cuando Keynes presenta lo que sería una auténtica inflación de demanda efectiva (TG, capítulo 21, sección V), vuelve inmediatamente sobre este asunto de la asimetría entre la inflación y la deflación, para exponer la importancia que tiene el comportamiento de los salarios en todo ese proceso. Considero, por ello, que Keynes no creía que la importancia estuviese en el caso de una inflación de demanda (circunstancia extrema que se produciría en el caso que hubiésemos llegado al pleno empleo, que no es lo que contempla el libro), sino en una situación en donde el problema de la inflación está en el lado de los costes, y en concreto en los salarios.

En el *Tract* (1923), donde todavía contempla ambos fenómenos como perjudiciales en general y donde analiza sus diversas características, diferencias y repercusiones sobre sectores distintos, afirma: «En consecuencia, la inflación es injusta y la deflación inconveniente: Si dejamos aparte las inflaciones exageradas, como la de Alemania, parece que la deflación resulta la peor de las dos, y ello porque en un mundo empobrecido es peor provocar desempleo que decepcionar al rentista. Pero no es necesario comparar un mal con el otro. Es más fácil acordar que ambos son males que deben evitarse» [Keynes (1923), p. 40 o (1923) [1992], p. 61]. En la TG no hay duda: la deflación es un desastre y un impulso en la demanda su posible solución, pero no a través del manejo de variables monetarias.

² Cabe recordar que Keynes habla de clásicos incluyendo tanto a los economistas clásicos, sobre todo seguidores del modelo ricardiano, como a los neoclásicos y seguidores de Marshall, incluidos Edgeworth y Pigou. Y aquí cabe señalar que Keynes mantuvo una agria disputa a lo largo de su vida con Pigou, a quien trató de hacer la vida imposible por todos los medios, especialmente manipulando el claustro de profesores (economistas) de Cambridge, que en general consideraban a Keynes más brillante.

imperfecciones o fallos. Y la clave de todos ellos está en la relevancia de la demanda agregada en el modelo, que determina toda la economía (producción y empleo), y dentro de ella, especialmente, de la demanda agregada de inversión. Veamos, pues, cada uno de los mercados.

3. La demanda agregada y el mercado de trabajo.

Tras un primer capítulo (un párrafo de 14 líneas) sin mayor relevancia, el capítulo 2 introduce los problemas del mercado de trabajo, que se intentan sintetizar en las figuras 2 y 3. Allí plantea Keynes los postulados clásicos que, según él, no funcionan y la razón por la cual la economía puede situarse en un equilibrio con desempleo.

En realidad, por otras partes de su obra (capítulo 14 sobre la teoría clásica de la tasa de interés) sabemos que hay posibilidades prácticamente nulas o muy bajas de lograr el equilibrio de la economía en sentido clásico, y que las situaciones “normales”, dejando a los mercados a su libre proceder, serán de equilibrios –o mejor desequilibrios– keynesianos, con desajustes en los mercados. De modo que es prácticamente imposible encontrar un nivel de renta, coincidente a la vez con el nivel de tipo de interés y eficiencia marginal del capital que permitan que se produzca la igualación entre la función de ahorro e inversión a dicho nivel de renta, que de lograrse, sería de equilibrio con pleno empleo (véase el único gráfico empleado por Keynes (1981), p. 162 y el comentario correspondiente de p. 163 o Keynes (1971), pp. 180-182).

Por ello, antes de explicar los desajustes o lo que funciona mal en el mercado de trabajo, vamos a exponer el principio de la demanda agregada (D_A) y la importancia de la misma en la determinación del nivel de ingreso o renta (Y) y en el nivel de empleo (N).

Una de las claves del modelo descrito en la TG es la determinación del nivel de renta o ingreso agregado (Y) que se realiza a través de la demanda agregada. Es pues, la demanda agregada la que determina el nivel de ingreso o renta que tendrá la economía, y dicho nivel de ingreso o renta determina el nivel de ocupación o empleo. Esta idea es esencial y se encuentra en el capítulo 3 de la TG. Dicha demanda agregada se compone de demanda agregada de consumo (C), o propensión a consumir como la llama Keynes, y de la demanda agregada de inversión (I), que normalmente se refiere a inversión en general, pública o privada, pero que Keynes reconoce que principalmente está formada por inversión privada (de donde surge el problema central).

La función de oferta agregada de Keynes no representa, como estamos acostumbrados a definir o interpretar, el precio de oferta por unidad de producto (o los distintos niveles de precios que se pagan por distintas unidades de producto), sino la relación entre “el precio de oferta agregado del producto resultante del empleo de N hombres” y dicho empleo (N) [Keynes (1981), p. 33]. Definición confusa que relaciona niveles de precios correspondientes a distintos niveles de producto para cada nivel concreto de N , lo que se aproxima más a una función de producción agregada. Así, tal como está definido, es lógico que oferta agregada (Y o Y_A) y demanda agregada (D o D_A) determinen el nivel de empleo, que no necesariamente tiene por qué coincidir con el nivel de empleo que la iguala o vacía el mercado (nivel de pleno empleo). O, dicho de otro modo, no es cierto según Keynes que, cualquiera que sea el nivel de ocupación (N), la demanda agregada se ajuste siempre por sí misma a la oferta agregada y encuentren un precio que vacíe el mercado. Que es otra forma de afirmar o corroborar lo que Keynes establece con

insistencia a lo largo de diferentes partes de su obra (cuando trata el mercado de trabajo, en el capítulo dedicado al principio de la demanda efectiva, en los capítulos relativos al ahorro y la inversión, o también al tratar el problema de la inflación y la teoría monetaria clásica o teoría cuantitativa): que la ley de Say no funciona o es una falacia. Volveremos luego sobre la Ley de Say en la TG.

«La demanda efectiva que trae consigo la plena ocupación es un caso especial que sólo se realiza cuando la propensión a consumir y el incentivo para invertir se encuentran en una relación mutua particular. Esta relación particular, que corresponde a los supuestos de la teoría clásica, es, en cierto sentido, una relación óptima; pero sólo puede darse cuando, *por accidente o por designio*, la inversión corriente provea un volumen de demanda justamente igual al excedente del precio de la oferta agregada de la producción resultante de la ocupación plena, sobre lo que la comunidad decidirá gastar en consumo cuando la ocupación se encuentre en ese estado [de pleno empleo].» [Keynes (1981), p. 36]. El subrayado es mío y quiere destacar tanto el componente de eventualidad o suerte de la situación de equilibrio clásico como la necesidad de intervención para su logro. Lo que Keynes describe aquí puede representarse por el tradicional gráfico de la demanda de consumo:

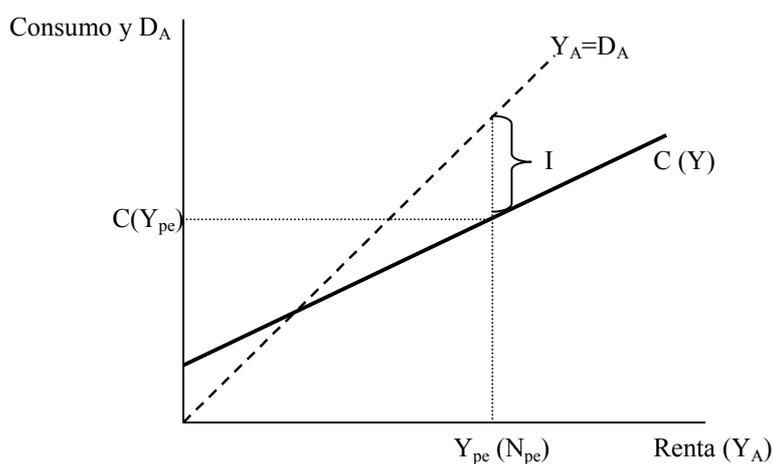


Figura 1. La demanda agregada y la brecha de la inversión

Debemos quedarnos aquí con la idea de que es la demanda agregada, de consumo e inversión, la que determina el nivel de oferta global que se establece para un nivel de empleo determinado. Y , que por tanto, establecida la oferta agregada queda establecido el nivel de empleo que se corresponde con la misma, que no será de pleno empleo, salvo por pura casualidad (si se deja a los mercados actuar) o por expresa determinación (intervención directa del Estado, como veremos). La clave que explica por qué el nivel de empleo (N) no se establece justo a ese nivel de pleno empleo (N_{pe}) está un capítulo antes, en su descripción del funcionamiento del mercado de trabajo, primer mercado en incumplir los supuestos sobre los que se basaría la teoría neoclásica.

La figura 2 intenta sintetizar el establecimiento de un equilibrio estático en el mercado de trabajo siguiendo un modelo clásico o neoclásico al uso en macroeconomía. Con todas las salvedades que puedan hacerse, sólo se usa como herramienta comparativa. Y la crítica de Keynes al mercado de trabajo y el empleo neoclásicos, en concreto del

modelo de la *Theory of Unemployment* de Pigou, se encuentra en el apéndice al capítulo 19 de la TG.

Importa la dirección con que observamos el gráfico o la figura, tanto en este caso como en la figura 3 correspondiente al mercado de trabajo keynesiano. Así, en el modelo clásico, vamos desde arriba hacia abajo. Primero se determina el equilibrio en el mercado laboral, que responde a una demanda de trabajo basada en el comportamiento maximizador de los empresarios sobre sus beneficios, que les conduce a establecer las remuneraciones de los factores conforme al principio de la productividad marginal de los mismos, y a una oferta de trabajo que es elástica o sensible a las variaciones del salario real. Tal vez, aquí pueda añadirse una modelización que racionalice las decisiones por parte de los oferentes de trabajo mediante una maximización de sus opciones alternativas entre trabajo (renta y consumo) y ocio, dada una restricción temporal, o tal vez no sea el caso. Desde luego, Keynes no especifica tal modelo para discutir la oferta de trabajo, aunque sí habla de equilibrio entre la utilidad proporcionada por el salario y la desutilidad marginal del empleo, como parte del postulado clásico que utiliza para discutir sobre la idea de si la oferta de trabajo responde o no –y en qué forma– a las variaciones salariales, como una relación funcional. Lo que evoca más el modelo presentado por Jevons [véase Méndez Ibisate (2004), pp. 175-177].

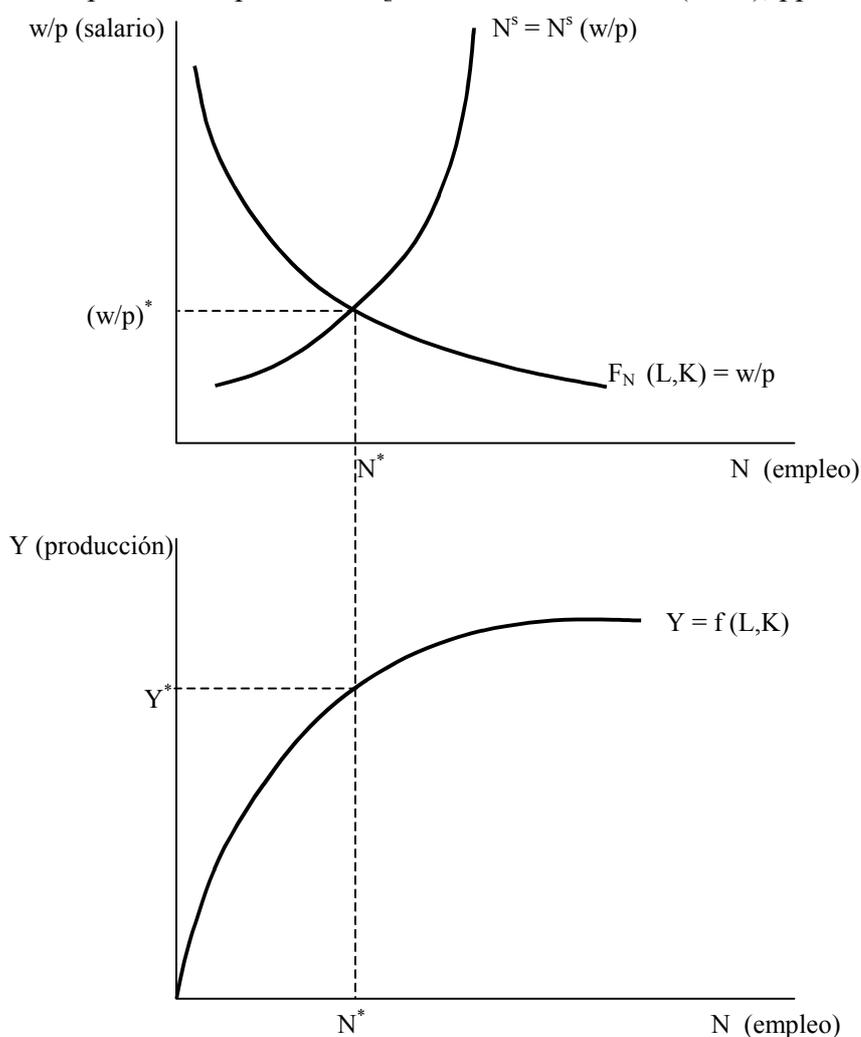


Figura 2. Mercado de trabajo neoclásico

Establecido el equilibrio en el mercado laboral, éste indica un nivel de empleo y salarios reales, ambos de equilibrio. Nivel de empleo (N^*) que, dada una función tecnológica de producción existente en la economía (parte de abajo del gráfico), señala el nivel de renta o ingreso correspondiente a ese nivel de empleo de equilibrio. Se observará que, al tratarse de niveles de salarios y empleo que vacían el mercado de trabajo, el nivel de renta correspondiente a dicho nivel de empleo (N^*), lo es de pleno empleo.

Por el contrario, Keynes, admite el postulado referente a la demanda de trabajo de este modelo, pero no el relativo a la oferta de trabajo³. La razón por la que Keynes no cree que la oferta de mano de obra sea función del salario real es doble. En primer lugar, considera que los trabajadores más bien establecen un salario nominal más que real y una caída en el salario nominal no es lo mismo, ni produce el mismo resultado, que un alza en el precio (inicialmente ambos reducen el salario real).

Los trabajadores se dejan llevar por la denominada ilusión monetaria y mantienen rigidez a la baja de los salarios nominales⁴. Y además, los trabajadores no acostumbran a abandonar el empleo cuando suben los precios de las mercancías [Keynes (1981), p. 20]. El movimiento en los precios desplaza la curva de oferta de mano de obra descrita en el modelo clásico. Es más, los salarios reales y nominales varían en sentido inverso: cuando los segundos se elevan, los salarios reales disminuyen [Keynes (1981), p. 21] y viceversa.

La razón es que, a corto plazo, salarios nominales descendentes (y reales ascendentes) van unidos a una caída en la ocupación. Pero si la ocupación desciende se produce un aumento de las productividades marginales que son las que determinan el salario real, que ahora deberá ser mayor para ajustarse a dichas productividades marginales.

En segundo lugar, no existe procedimiento por el cual el trabajador logre variar el salario real mediante movimientos en el salario nominal. Si los salarios nominales aumentan (lo que en el modelo clásico llevaría a un aumento del salario real) debemos admitir también que eso afectará a los costes marginales. Por el principio de equilibrio en la maximización del beneficio, en competencia perfecta el coste marginal se iguala al precio, por lo que la subida de salarios, vía costes, eleva los precios, y el salario real puede disminuir o no, dependiendo de la respuesta del precio (que sea mayor, igual o menor que la subida del salario monetario)⁵. De ese modo y por ambas razones, tanto la

³ El postulado sobre la demanda de trabajo sostiene que “El salario real es igual al producto marginal del trabajo”. Si bien Keynes añade que se halla “sujeta, sin embargo, al requisito de que la igualdad puede ser perturbada, de acuerdo con ciertos principios, si la competencia y los mercados son imperfectos.”

[Keynes (1981), p. 17]

⁴ La rigidez de salarios era conocida, aceptada y utilizada por los clásicos. Henry Thornton o Alfred Marshall la explican y hacen uso de ella, aunque Keynes no lo menciona. De hecho, es muy posible que Keynes la aprendiese de Marshall (1887), pp. 191-192 o de sus clases en 1906. Keynes reconoce que los clásicos conocían y admitían también el paro friccional [Keynes (1981), pp. 17 y 18].

⁵ «Si los salarios nominales cambian, debería esperarse que la escuela clásica sostuviera que los precios cambiarían casi en la misma proporción, dejando el nivel de los salarios reales y el de la desocupación prácticamente lo mismo que antes, explicando que cualquier pequeña ganancia o pérdida del trabajo, se efectuaría a expensas de las ganancias o de otros elementos del costo marginal, que no han sido tocados. Parece ser, sin embargo, que los clásicos se han desviado de este punto de vista, en parte a causa de su arraigada convicción de que los obreros están en posibilidad de fijar su propio salario real, y en parte, quizá, por la preocupación de que los precios dependen de la cantidad de dinero.» [Keynes (1981), p. 23]. Keynes expone ya aquí su teoría de la inflación, basada en el coste de producción, sobre todo en el coste de salarios.

rigidez del salario monetario (a la que una posteriormente la “movilidad imperfecta del trabajo” [Keynes (1981), p. 24]) como los movimientos en el salario real, que son los opuestos a los explicados en el modelo clásico, cuando la caída en los salarios reales se debe a un alza de precios, permaneciendo igual los salarios nominales, la oferta de mano de obra no disminuye, disminuyendo el nivel de empleo, como supone el modelo clásico, ya que lo que sucede es que el salario real permanece apenas inalterado sin afectar el empleo (aumentos en los precios van asociados a subidas en los salarios monetarios).

La oferta de empleo, en definitiva, que es lo que trata de demostrar Keynes, no varía con el salario real. Se asocia, más bien, a un nivel del salario nominal, tal como vemos en la figura 3.

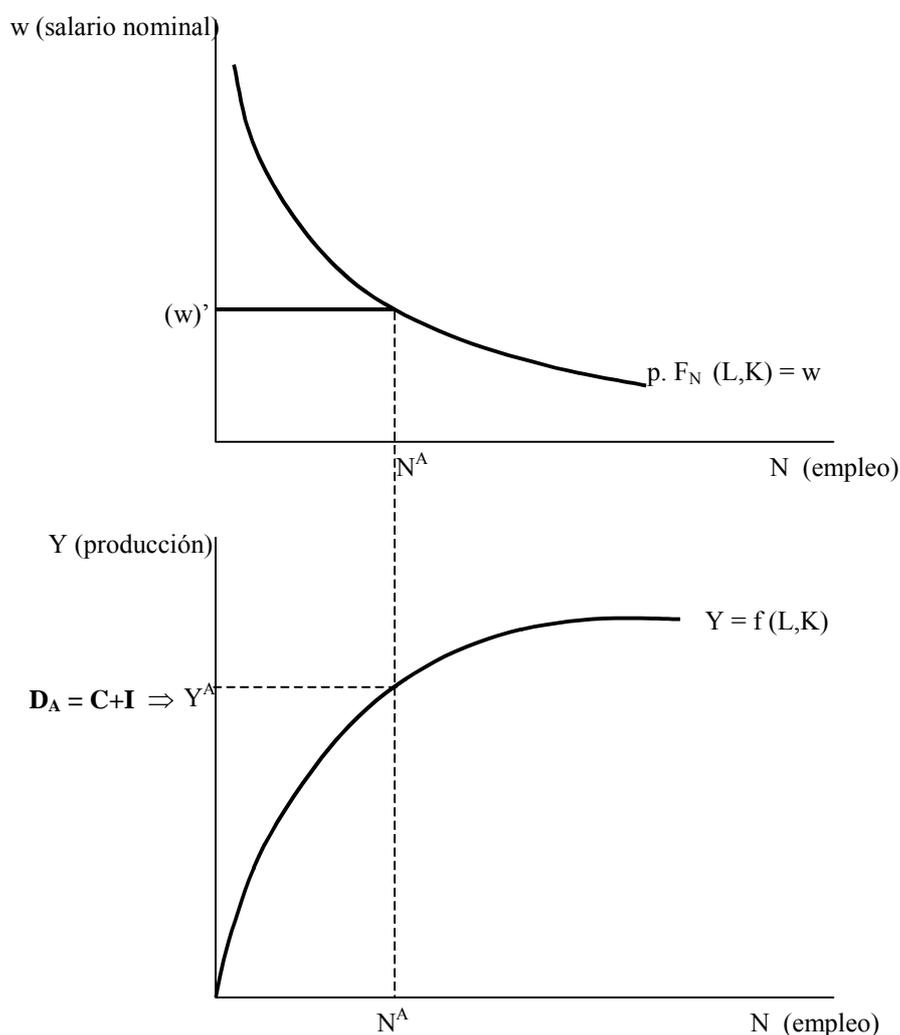


Figura 3. Mercado de trabajo keynesiano

Aquí, en el esquema keynesiano, y una vez vistos todos los elementos (demanda agregada, nivel de renta agregada y empleo asociado a ella, así como el salario que se paga para ese nivel de empleo), la lectura se compone desde abajo hacia arriba, de manera que la demanda agregada (D_A) determina el nivel de producción agregada (Y^A) que, dadas unas condiciones concretas de la tecnología se asocia o se produce con un

nivel de empleo (N^A) que, según la función de demanda del mercado de trabajo, determinada por la relación de equilibrio entre el salario real y la productividad marginal (o el salario monetario y el valor del producto marginal), se corresponde con un salario monetario (w), que tenderá a ser rígido a la baja⁶.

Se entiende así, con los postulados expuestos por Keynes sobre la relación salarios y precios y sobre la forma como se determinan los salarios monetarios y su rigidez a la baja, la definición que hace de desempleo o paro involuntario, como aquella situación en que “*en el caso de que se produzca una pequeña alza en el precio de los artículos para asalariados, en relación con el salario nominal, tanto la oferta total de mano de obra dispuesta a trabajar por el salario nominal corriente como la demanda total de la misma a dicho salario son mayores que el volumen de ocupación existente.*” [Keynes (1981), p. 25. Cursivas en el original]

La ley de Say

Finalmente, y volviendo a la demanda agregada, el otro postulado de la economía clásica que Keynes cree que se incumple, como vimos al principio de este epígrafe, es la ley de Say. Es decir el postulado de que “la oferta crea su propia demanda” o, como dice Keynes, “que el total de los costos de producción debe necesariamente gastarse por completo, directa o indirectamente, en comprar los productos” [Keynes (1981), p. 28], lo que puede interpretarse como una forma de enunciar la aplicación del teorema de Euler al lado de la producción y al principio de maximización del beneficio (que el proceso de producción del producto agota la utilización de los factores empleados y, por tanto, no quedan recursos ociosos).

Keynes expresa que el corolario de tal enunciado es la suposición de que “cualquier acto individual de abstención de consumir conduce necesariamente a que el trabajo y los bienes retirados así de la provisión del consumo se inviertan en la producción de riqueza en forma de capital equivalente al mismo” [Keynes (1981), p. 28]. Como sabemos, para Keynes no es lo mismo o no es equivalente un acto de ahorro a un acto de inversión y todo acto de ahorro o abstención es un acto de no demanda: “Caen en una falacia al suponer que existe un eslabón que liga las decisiones de abstenerse del consumo presente con las que proveen al consumo futuro, siendo así que los motivos que determinan las segundas no se relacionan en forma simple con los que determinan las primeras” [Keynes (1981), p. 30]. No obstante, y a pesar de hacerlo de forma compleja (impidiendo su coincidencia), se relacionan.

En la TG, la propensión a consumir, lo mismo que las decisiones de inversión y las que toman los agentes privados sobre su preferencia por la liquidez (demanda de dinero), están profundamente marcadas por aspectos o componentes psicológicos y expectativas.

Ahora bien, Keynes advierte, entrando en contradicciones evidentes, que de su negación de la ley de Say no cabe interpretar que pueda haber ahorro sin inversión o inversión sin ahorro⁷. Ahorro e inversión siempre son iguales en la TG y no mediante esa explicación

⁶ Dice Keynes: «La propensión a consumir y el coeficiente de inversión nueva determinan, entre ambos, el volumen de ocupación, y éste está ligado únicamente a un nivel determinado de salarios reales –no al revés–.» [Keynes (1981), p. 38]. Describiendo lo que trato de recoger en la figura 3.

⁷ «El punto de vista pasado de moda de que el ahorro siempre supone inversión, aunque incompleto y desorientador, es formalmente más sólido que el novedoso según el cual puede haber ahorro sin inversión

“*ex-ante*” vs. “*ex-post*”, que sí acepta Keynes y aplica en el *Treatise on Money* de 1930. El propio Keynes admite que en el *Treatise* sostenía divergencias entre la inversión (I) y el ahorro (S), de modo que el motor de los cambios en el volumen de producción –y por tanto el motor de los procesos cíclicos– era precisamente el excedente de uno u otro ($I > S$ o $I < S$) [véase por ejemplo Keynes (1981), pp. 215-216].

En la TG, sin embargo, todo incremento en la propensión al ahorro termina reequilibrándose con la inversión porque la renta actúa como elemento de ajuste: si aumenta S, terminará disminuyendo la renta debido al descenso que dicho acto de ahorro produce en la demanda agregada; de modo que la cantidad de ahorro, que es función de la renta [S(Y)], disminuye y vuelve a encontrarse con el antiguo nivel de inversión⁸. Pero “es también imposible para la comunidad ahorrar *menos* que el monto de la inversión corriente, ya que el intento de hacerlo así aumentará sin remedio los ingresos hasta un nivel en el cual las sumas que los individuos decidan ahorrar den una cifra exacta igual al monto de la inversión.” [Keynes (1981), p. 83. Cursivas en el original]. Y continúa Keynes afirmando: “Pero estas proposiciones se deducen simplemente del hecho de que no puede haber un comprador sin un vendedor ni un vendedor sin un comprador” [Keynes (1981), p. 83]. ¡Qué mejor idea que esta simplificación, sostenida por Keynes, expresa –según algunos clásicos– la versión más burda y errónea de la ley de Say (no compartida, como sabemos, por John Stuart Mill ni por Marshall), y que precisamente admite Keynes para, inmediatamente, pasar a rechazar dicho principio!

Una lectura detenida de la TG [Keynes (1981), pp. 82-82 o Keynes (1973), pp. 83-85] no deja dudas de que Keynes no se está refiriendo al modelo o interpretación clásica sino a su propio modelo o teoría, introduciendo la demanda de dinero y la relación de ésta con la renta de las personas⁹. No obstante, al final del capítulo 6, Keynes insiste, desarrollando con palabras las conocidas ecuaciones:

$$\begin{aligned} Y &= C + I \Rightarrow I = Y - C \\ Y &= C + S \Rightarrow S = Y - C \\ \text{Por lo que } S &= I \end{aligned}$$

«Como el monto del ahorro es consecuencia del proceder colectivo de los consumidores individuales, y el monto de la inversión lo es de la conducta colectiva de los empresarios individuales, estas dos cantidades son *necesariamente* iguales, ya que cada una de ellas es igual al excedente del ingreso sobre el consumo. A mayor abundamiento, esta conclusión no depende, en modo alguno, de cualquier sutileza o peculiaridad de la

o inversión sin ahorro “genuino”. El error está en llegar a la justificable inferencia de que, cuando un individuo ahorra, aumenta en igual cantidad la inversión global.» [Keynes (1981), p. 82]

⁸ Véase también Rojo (1984), p. 136.

⁹ En este sentido, el profesor Rojo (1984) recoge este tipo de contradicciones o errores de Keynes aunque los considera ocasionales o de menor importancia respecto al sistema central de la TG. «Un ejemplo de esto fue su insistencia –expresada en su correspondencia con Harrod durante el verano de 1935– en que lo que le distinguía de los economistas “clásicos” era que, en su modelo, la oferta de ahorro y la demanda de inversión determinaban el nivel de renta mientras que la oferta y la demanda de dinero determinaban el tipo de interés; cuando, en realidad, la renta y el tipo de interés se determinaban conjunta y simultáneamente, puesto que el último afectaba a la primera a través de las demandas de consumo e inversión y la renta afectaba al tipo de interés a través de la demanda de dinero.» [Rojo (1984), pp. 181-182]. Por supuesto, las páginas de la TG referidas en mi texto, que plantean la contradicción de Keynes respecto a la ley de Say, recogen esa visión de simultaneidad que indica el profesor Rojo al incluir la demanda de dinero y su dependencia de la renta.

definición de ingreso expuesta antes.» [Keynes (1981), p. 64. *Cursivas mías*]. “La igualdad entre el ahorro y la inversión es una consecuencia necesaria” que se deriva tanto “del sentido común” como de “la costumbre tradicional de la gran mayoría de los economistas” [véase Keynes (1981), p. 64]. Además, “Las decisiones de consumir y las decisiones de invertir determinan conjuntamente los ingresos... De este modo, ningún acto de inversión puede evitar que el residuo o margen, al que llamamos ahorro, deje de aumentar en una cantidad equivalente” [Keynes (1981), p. 65]. O también: “El análisis tradicional ha advertido que el ahorro depende del ingreso, pero ha descuidado el hecho de que éste depende de la inversión, en tal forma que, cuando ésta cambia, el ingreso debe cambiar necesariamente en el grado precisamente necesario para hacer que la variación en el ahorro sea igual a la de la inversión.” [Keynes (1981), p. 165]. Descuido que, por cierto, no es verdad que cometieran los clásicos ya que éstos siempre afirmaron que la acumulación y la inversión eran el motor del crecimiento y del aumento de renta.

No debe, sin embargo, inferirse que de este cúmulo de contradicciones de Keynes, respecto a su otro arrebatado ataque a la Ley de Say, pueda interpretarse que Keynes supone que el sistema económico en su conjunto procede al autoajuste y, por consiguiente, al equilibrio, derrumbando la tesis de partida de que Keynes contempla el sistema como situaciones de desequilibrio o equilibrios con fallos o imperfecciones de los mercados. El propio profesor Rojo lo expone afirmando que «Keynes insistía en que el sistema no era de autoajuste, es decir, que no poseía mecanismos automáticos que tendieran a reconducirle a una posición de pleno empleo en un tiempo razonable... Keynes concluía, por tanto, con un alto grado de escepticismo respecto de los mecanismos de mercado y su efectividad en el ajuste y con la defensa de una actuación discrecional y continua de las autoridades para combatir la inestabilidad de la economía procedente del sector privado.» [Rojo (1984), p. 206]

Continuemos, pues, con el análisis de los “fallos keynesianos” por parte de los agentes privados en esos mercados (consumo, inversión y monetario).

4. La demanda de consumo agregado o propensión a consumir¹⁰.

La función de consumo agregado o propensión a consumir, como la denomina Keynes, tiene componentes o variables tanto objetivas como subjetivas que la afectan.

Como la demanda agregada, que determina el nivel de producción agregado o renta de la economía así como el nivel de empleo, es insuficiente, Keynes analiza por separado qué falla en los dos componentes de la demanda, consumo e inversión.

En el lado del consumo “falla” que no todo el ingreso o renta de las personas, del que depende su consumo, se transforma en demanda de consumo, produciéndose una brecha (así la denomina Keynes) entre la demanda y la oferta que debería esperarse fuese cubierta por la demanda de inversión. La figura 1 recoge esta idea.

En realidad, no se trata de un verdadero fallo de la demanda de consumo, ya que ésta se comporta como se espera de ella: destinando una cierta parte de la renta al ahorro. La función de ahorro, que es el reverso de la función de consumo (de la misma forma que el acto de ahorrar es el reverso del de consumir), depende, así, del nivel de renta. Pero

¹⁰ No debe confundirse la propensión a consumir de la TG ni con la propensión media ni con la propensión marginal de consumo, a las que Keynes se refiere específicamente por esos nombres.

no exclusivamente, ya que Keynes, adelantando un análisis de consumo intertemporal (entre consumo presente y futuro), incluye también el tipo de interés como variable que determina o afecta al consumo y, por tanto, al ahorro [Keynes (1981), pp. 90-91]. Y el tipo de interés, que está considerado inicialmente como una variable objetiva, pasa luego también (capítulo 9) a incorporarse como un factor subjetivo.

Aunque inicialmente Keynes desprecia los factores subjetivos¹¹, éstos son clave en su explicación del consumo –y el ahorro–, porque hacen que se comporte de la forma en como lo hace: que no se consuma todo el ingreso de que disponen las personas. En realidad, la explicación de Keynes acerca del comportamiento del consumo no tiene, pese al mencionado intento de análisis intertemporal del consumo y la relevancia del tipo de interés como variable que lo afecta, un componente de racionalidad al estilo microeconómico, que es como actualmente se racionalizan en economía las funciones de consumo, mediante procesos de maximización de funciones con una o más variables objetivo sujetas a restricciones presupuestarias de algún tipo. Keynes establece su función de consumo sobre la base de la inferencia o la observación del comportamiento de los datos de consumo agregado, aunque en la TG no los expone¹².

En cualquier caso, la función de consumo de Keynes no adopta una única forma, tal como estamos acostumbrados a describir o representar. La figura 4 recoge tres de esas representaciones, siendo las dos primeras, con propensiones marginales constantes y propensiones medias decrecientes, a medida que aumenta la renta¹³, como las que suelen describirse en los tratados o manuales de economía keynesiana.

¹¹ “En una investigación histórica, o al comparar un sistema social con otro diferente, es necesario tomar en consideración la forma en que los cambios en los factores subjetivos puedan afectar a la propensión a consumir; pero, en general, supondremos en lo sucesivo que los factores subjetivos se conocen, y también que la propensión a consumir depende solamente de los cambios en los factores objetivos.” [Keynes (1981), p. 88]. Esto que dice Keynes, casi al inicio del capítulo 8, para circunscribir el análisis al corto plazo sobre todo, no es cierto ni para el tratamiento que realiza de la función de consumo en el Libro III, ni en el conjunto de la TG. Otorga importancia a dichos factores subjetivos y son parte de la clave en los mecanismos de los procesos cíclicos y las depresiones (desempleo). Si bien es cierto que Keynes pretende transmitir que el propio comportamiento del consumo en sí (propensiones media y marginal a consumir), dentro de un contexto determinado, hace que sea difícil salir de la tendencia a la desocupación que tiene toda economía o sociedad que crece (véase figura 1).

Además, con esa idea de poca importancia, Keynes pretende señalar también que como los factores subjetivos se refieren sobre todo a factores psicológicos y aquellos que afectan a la tasa de interés y la preferencia por la liquidez, estas variables son de importancia secundaria en el consumo frente a la influencia de la renta, aunque “No quiere esto decir que... [aquéllas] tengan sólo una influencia exigua sobre las cantidades que *realmente* se ahorran y se consumen; todo lo contrario” [Keynes (1981), p. 104. Cursivas en el original]. Lo que sucede, según Keynes, es que la influencia de las variaciones en la tasa de interés sobre el ahorro y el consumo son al revés de cómo suelen suponerse: aumentos en la tasa de interés reducen el ahorro y aumentan el consumo [Keynes (1981), pp. 104-105]. Lo que es contrario, no sólo a la teoría clásica sino a los hechos y estudios empíricos [véase Barro y Grilli (1997), p. 94].

¹² Los datos estadísticos que Keynes expone de Kutznes en estos capítulos sobre el consumo son referidos a la formación bruta y neta de capital; es decir, a la inversión. Y Keynes dice que trae a colación estos datos, que califica como una digresión sobre su argumentación, para hacer ver al lector cómo los fondos de amortización, la inversión en existencias o la formación bruta de capital fijo suponen una “pesada rémora sobre la propensión a consumir, aún en condiciones en que el público esté dispuesto a consumir gran parte de su ingreso neto”. Son una gran cantidad que debe deducirse “del ingreso de una sociedad que ya posee gran existencia de capital, antes de llegar al ingreso neto que generalmente está disponible para el consumo” [Keynes (1981), pp. 98-99].

¹³ Los incrementos de renta o ingreso pueden interpretarse tanto en sentido histórico (como una senda temporal) o en sentido de diferentes niveles para distintos grupos o unas mismas personas, dentro de un período determinado.

Keynes establece expresamente que la propensión marginal a consumir es positiva y menor que la unidad [Keynes (1981), p. 93 y ss.], lo que hace que a medida que crece el ingreso o la renta de los individuos o de las sociedades se destine mayor parte al ahorro que al consumo en términos medios, abriéndose la brecha que separa la renta del consumo. Keynes llega a ofrecer un valor concreto (de 0,8) para la propensión marginal a consumir (la b de la ecuación en el gráfico 4): “una sociedad típica moderna probablemente tendería a consumir no mucho menos del 80 por ciento de cualquier incremento del ingreso real... de manera que el multiplicador no fuera mucho menor de 5” [Keynes (1981), p. 114]. Las investigaciones posteriores distinguen entre incrementos del ingreso o la renta permanente y de la renta transitoria [Friedman

Consumo

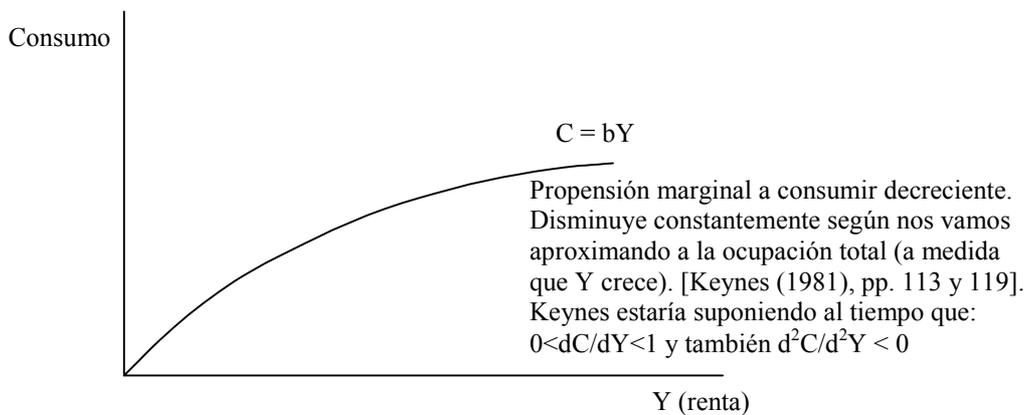
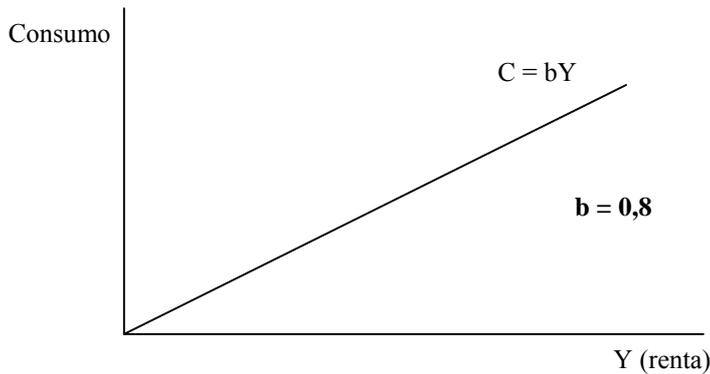
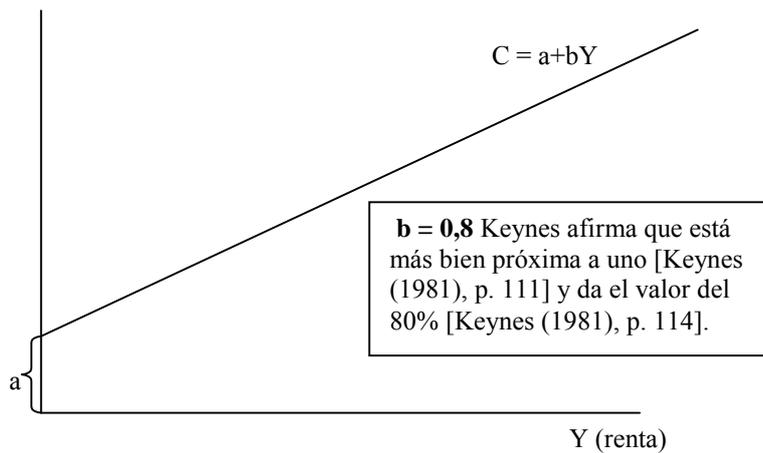


Figura 4. Propensión a consumir o función de consumo agregado

(1957)], siendo la propensión marginal a consumir para éstos últimos incluso inferior al 30% [véase Barro y Grilli (1997), p. 99].

“Falta”, obviamente, demanda agregada por el lado del consumo; pero esto no implica que sea el lado del consumo (la demanda de consumo) lo que funcione mal en la economía, ya que el consumo se comporta tal como se describe (una parte se destina al ahorro o se consume sólo una parte de la renta). Además, debe considerarse que la demanda agregada se compone de dos partes, siendo la demanda de inversión la encargada de cubrir el resto de la producción. Es decir, el consumo se comporta como se espera de él: no cubriendo toda la producción. De modo que será la inversión la encargada de completar la demanda y de promover el crecimiento de la producción y el empleo, como también sostenían los clásicos, por cierto. Pero el problema en Keynes viene del comportamiento peculiar de la inversión, que queda afectada de forma determinante por componentes psicológicos muy peculiares, que luego analizaremos [véase Keynes (1981), pp. 94 y 95].

Un factor importante en el primero de estos gráficos de la figura 4 es el componente de consumo autónomo (a). Aunque Keynes no deja claro si su función se corresponde más con este gráfico o con el del centro, que carece de tal consumo autónomo (en ocasiones podría entenderse que se decanta por este segundo caso), sí cabe señalar que el valor de este consumo autónomo es importante en el modelo de Keynes, donde lo que importa es la brecha a cubrir por la inversión. Ya que, para una misma propensión marginal a consumir, cuanto menor es el valor de a antes aparece esa brecha. Y sin el componente autónomo, la brecha se produce desde el primer instante. Sin embargo, Keynes pone el énfasis en la acción y repercusiones de la propensión marginal a consumir, no en este factor del consumo autónomo.

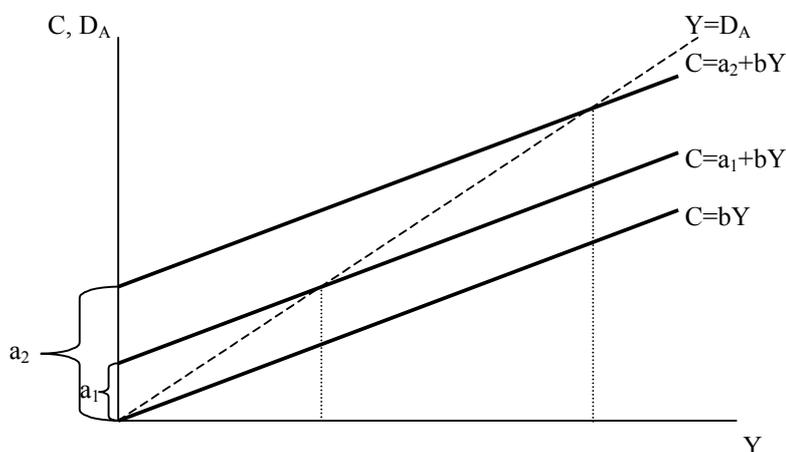


Figura 5. Insuficiencia de demanda y consumo autónomo

Todo acto de ahorro es, como hemos visto, una caída en el consumo (presente y futuro, véase Keynes (1981), p. 188) que no se traduce *necesariamente* en un incremento del capital o en una inversión real. Y al mismo tiempo, “no puede ocurrir un incremento de la inversión, a menos que el público esté dispuesto a aumentar sus ahorros... [y] el público no hará esto a menos que su ingreso total esté subiendo” [Keynes (1981), p. 110]. Esta relación entre la propensión marginal al ahorro ($1-b$), la inversión y la renta la explica Keynes en su multiplicador, del cual nos interesa sobre todo que “es función

de sus inclinaciones psicológicas [del público]” [Keynes (1981), p. 111] y su conclusión de que nos encontramos en la peor situación posible, porque tenemos una propensión marginal a consumir elevada (próxima a la unidad) y nuestras sociedades son prósperas, con altos niveles de renta y, por tanto, según se observa en el gráfico 4, con propensión media a consumir más baja.

Eso nos lleva a que (debido a una propensión marginal al consumo elevada y, por tanto, un multiplicador $[1/1-b]$ alto) las variaciones en la inversión tienen gran repercusión en sus efectos sobre la producción y el empleo (sensibilidad muy alta); pero también (debido a la tener altos niveles de renta y baja propensión media) cada aumento de la renta se destina en menor cuantía al consumo y cada vez más al ahorro, precisándose de incrementos en la inversión crecientes y mayores para poder lograr la ocupación plena. Y cuando ese volumen que se precisa de inversión es “demasiado grande no puede manejarse con facilidad”. Por lo que según Keynes vivimos en el peor de los mundos posibles [Keynes (1981), p. 111 y ss]¹⁴. Por tanto, la inversión privada, encargada de absorber esa brecha elevada y creciente, es la clave de la insuficiencia de demanda y del desempleo. Y los fallos de comportamiento en ese mercado de inversión, así como en el otro mercado que indirectamente está implicado –el mercado monetario– donde según Keynes se establece el tipo de interés, son los realmente causantes del problema esencial de la economía: la insuficiencia de demanda es una insuficiencia de inversión, por lo que los elementos que afectan a la inversión y que fallan son la clave del modelo presentado por Keynes sobre el mal funcionamiento de la economía en su conjunto y el desempleo cuasi estructural.

Sin embargo, antes de adentrarnos en el mercado o la función clave –la demanda de inversión– para explicar los fallos de la economía que producen desempleo (o como él dice “la paradoja de la pobreza en medio de la abundancia”, Keynes (1981), p. 38), permítame el lector una última observación sobre la función de consumo, que también altera la explicación tradicional que se hace de la TG.

La función de consumo dibujada en el tercer gráfico de la figura 4, muestra una propensión marginal a consumir no constante y decreciente, manteniendo sus valores entre cero y uno (el gráfico de debajo en la figura 4 debería mantener tangentes a cada punto de la curva cuyo valor fuese inferior a uno, decrecientes y como mucho aproximarse a un punto máximo, pero no ir más allá). Keynes lo expone claramente:

¹⁴ En otras partes de la TG, Keynes se contradice y afirma que aunque el multiplicador es mayor que la unidad, no lo es mucho, lo que “es muy verosímil si se toma como una característica psicológica de la naturaleza humana.” [Keynes (1981), p. 222]. De modo que estaría suponiendo una propensión marginal a consumir mucho menor de lo que inicialmente dice, para adecuarla a su análisis, en esta parte del libro, de que las fluctuaciones no son en la realidad tan violentas (véase capítulo 18, sección 3).

Cabe resaltar, también, la importancia o el sesgo que otorga Keynes en diversas partes de su obra (por ejemplo Keynes (1981), pp. 90 y 113) a la propensión a consumir de la clase propietaria del capital (prestamistas, inversores y empresarios) como si su comportamiento en la demanda de consumo pesase o influyese de forma especial frente a otros colectivos.

Y por último, también cabe mencionar que es en estas páginas donde Keynes establece la inflación de demanda, que también suele analizarse como característica de su modelo, determinando que “la tendencia de los precios a subir sin límite” (proveniente de incrementos en la inversión, en este caso) se produce “cuando se alcanza la plena ocupación”. Mientras tanto, hasta llegar a ese punto, “el crecimiento de los precios irá acompañado de un aumento del ingreso agregado real.” [Keynes (1981), pp. 111-112]. Dado que el pleno empleo no le preocupaba, porque lo consideraba una quimera, puede entenderse que otorga similar importancia para la inflación de demanda en su modelo.

«La propensión marginal a consumir no es constante para todos los niveles de ocupación, y es probable que ofrezca por regla general, una tendencia a disminuir a medida que la ocupación crece; es decir, que cuando el ingreso real sube, la sociedad deseará consumir una proporción gradualmente descendente del mismo.

... si es correcto nuestro supuesto de que la propensión marginal a consumir disminuye constantemente según nos vamos aproximando al pleno empleo, se deduce que cada vez irá siendo más difícil alcanzar un nuevo aumento en la ocupación por medio de otro nuevo en la inversión.” [Keynes (1981), pp. 113 y 119].

Pero la esperanza que deja abierta la puerta de la inversión, pronto se cierra a lo largo del Libro IV, donde Keynes expone la columna vertebral de los fallos del sistema económico y la dificultad de salir de esa paradoja de la pobreza en medio de la abundancia, que tanto sigue llamando la atención de economistas keynesianos que han olvidado a Adam Smith, sólo eludible, según Keynes y sus seguidores, mediante la intervención pública y el incremento del gasto público, sea de consumo o inversión.

5. La demanda privada de inversión. El incentivo para invertir y la liquidez.

No es casualidad que Keynes aúne en el libro IV su análisis sobre la demanda de inversión y sobre el mercado monetario, los dos últimos mercados que quedan por analizar. Aquí nos encontramos con la verdadera clave de la teoría económica de Keynes, especialmente en lo referente a la inversión, ya que el mercado monetario será un simple, aunque importante, soporte.

Desde el principio (capítulo 3) Keynes deja claro que “el nivel de equilibrio de la ocupación... dependerá de la magnitud de la inversión corriente” que a su vez depende del incentivo para invertir, que a su vez “depende de la relación entre la curva de eficiencia marginal del capital y el conjunto de tasas de interés sobre préstamos de diversos plazos y riesgos” [Keynes (1981), p. 35]. Es, pues, la demanda de inversión la clave de la teoría general y del modelo de Keynes. Pero esa demanda funciona mal y se ajusta a decisiones no ya equivocadas sino irracionales.

La demanda de inversión no depende de forma directa del tipo de interés y sí queda afectada directamente por la eficiencia marginal del capital. Ni la demanda de inversión se mueve inversamente con el tipo de interés a la manera de $I=I(r)$, tal que $I'<0$, ni el tipo de interés se determina en el mercado de ahorro e inversión. Eso no quiere decir que el tipo de interés no afecte a la demanda en general, tanto de consumo (como hemos visto) como de inversión, que también queda afectada por el tipo de interés, pero no en la forma que tradicionalmente se considera.

En la TG, el tipo de interés se establece en el mercado monetario y no en el de fondos prestables. Keynes expresamente dedica dos capítulos (13 y 14) y el único gráfico que aparece en todo el libro para dejar bien clara esta idea. Las funciones de ahorro y también la inversión, que a su vez depende del ahorro (cosa distinta es que no todo incremento de ahorro se materialice en un acto de inversión), se mueven con o dependen del nivel de renta (Y) y no del tipo de interés (r). En el mercado o gráfico de fondos prestables se determina el nivel de renta (Y) que será el que tenga en cuenta la economía para determinar el empleo; pero no se determina, como explica el modelo clásico o neoclásico, el tipo de interés [ver gráfico en Keynes (1981), p. 162 o Keynes (1973), p. 180. Véase también Keynes (1981), p. 163]. Sólo en un caso hipotético,

improbable y casi fortuito, el nivel de renta así determinado se corresponderá con unos niveles de ahorro e inversión que coincidan (se equilibren) y, además, lo hagan a un determinado nivel del tipo de interés que iguale ambas funciones de ahorro e inversión [véanse Keynes (1981), pp. 160-161].

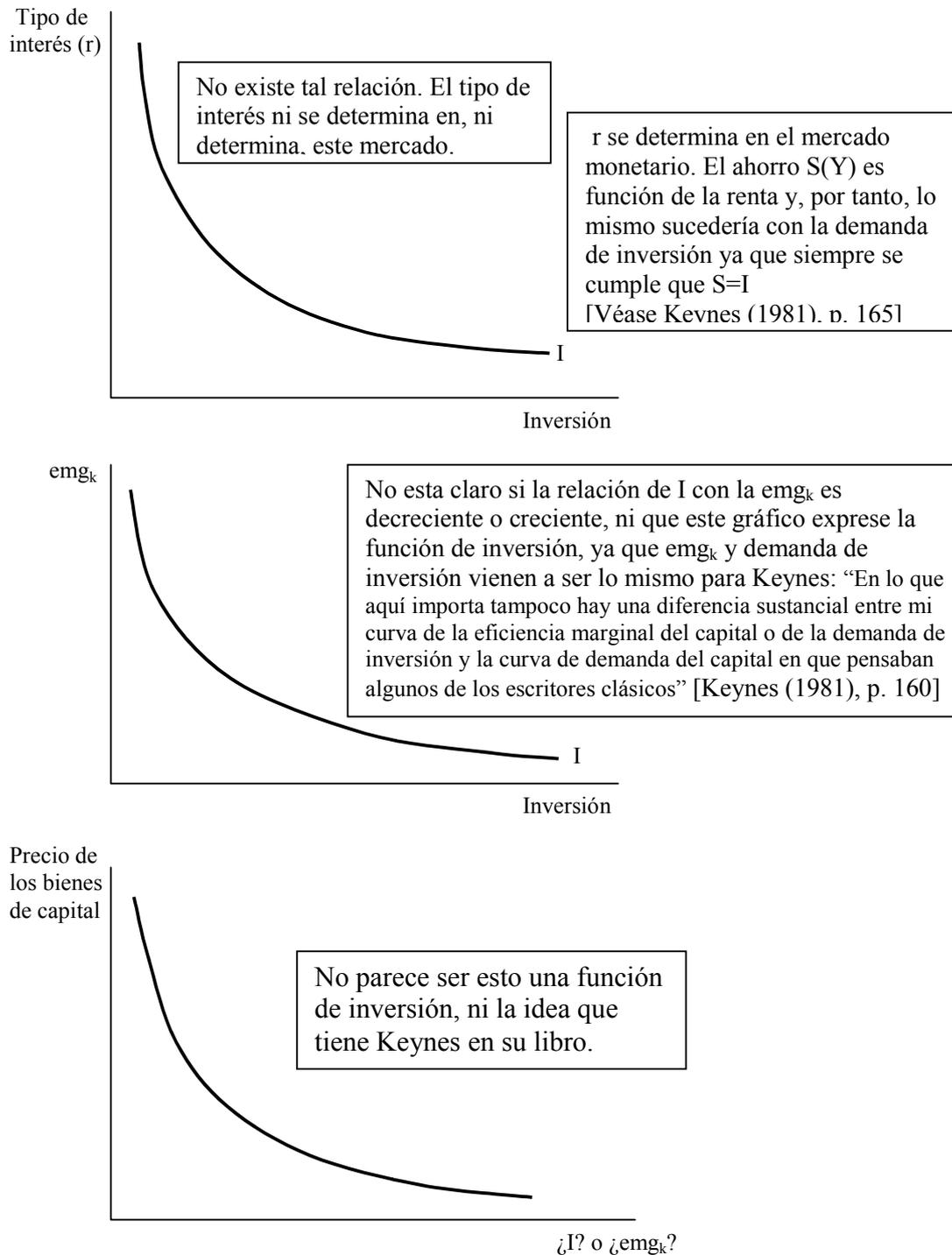


Figura 6. Demanda de inversión agregada

Entonces, ¿cómo afecta, si es que afecta, el tipo de interés a la inversión? El tipo de interés afecta a la inversión pero lo hace de forma indirecta, mediante una condición de

equilibrio. La inversión es el resultado de una condición de equilibrio entre la eficiencia marginal del capital y la tasa de interés. Cuando ambas se igualan, el incentivo para invertir permanece inalterado y, por tanto, la inversión no varía. Si el interés es menor que la eficiencia marginal del capital, aumenta el incentivo para invertir y por tanto la inversión crece. Y cuando la tasa de interés se mantiene por encima de la eficiencia marginal del capital, no existe incentivo para invertir y la inversión desciende. La figura 6 trata de revelar algunos de los problemas existentes en la representación gráfica de la función de demanda de inversión, así como lo insatisfactorio de la representación tradicional que la hace depender del tipo de interés directamente, si atendemos a la concepción de Keynes sobre la inversión en la TG.

Y es que, aunque “el incentivo para invertir depende en parte de la curva de demanda de inversión [la eficiencia marginal del capital] y en parte de la tasa de interés” [Keynes (1981), p. 126] no debemos considerar que dicha eficiencia marginal afecte al tipo de interés, ni que el tipo de interés (o su valor) pueda deducirse del mercado de fondos prestables (I, S): “ni el conocimiento del rendimiento probable de un activo ni el de su eficiencia marginal nos permite deducir la tasa de interés ni su valor presente. Debemos descubrir en otra fuente [el mercado monetario] la tasa de interés” [Keynes (1981), p. 127]¹⁵. «Tampoco son más acertadas las teorías que intentan hacer depender la tasa de interés de la “eficiencia marginal del capital”. Es verdad que, *en equilibrio*, la tasa será igual a la eficiencia marginal del capital, ya que resultará lucrativo aumentar (o disminuir) el volumen corriente de inversión hasta que se llegue a la igualdad. Pero hacer de esto una teoría de la tasa de interés o derivarla de ahí, encierra un círculo vicioso» [Keynes (1981), p. 165. *Cursivas mías*].

Visto cómo afecta el tipo de interés, que lo hace a través de una condición de equilibrio, la variable clave para determinar la demanda de inversión resulta ser la eficiencia marginal del capital, que fundamentalmente se trata de una variable afectada por expectativas, valores probables, futuros y esperados. También el tipo de interés está afectado de forma importante por este tipo de factores subjetivos o psicológicos y por la generación de expectativas, pero donde afectan especial y definitivamente tales componentes es en la formación de la curva de eficiencia marginal del capital. Y es una curva porque a medida que la inversión crece o disminuye, la eficiencia marginal del capital desciende o aumenta, respectivamente, y no en proporciones iguales, según se colige del texto de la TG. Keynes lo expone así:

«La relación entre el rendimiento probable de un bien de capital y su precio de oferta o coste de reposición, es decir, la relación que existe entre el rendimiento probable de una unidad más de esa clase de capital y el costo de producirla, nos proporciona la eficiencia marginal del capital de esa clase. Más exactamente, defino la eficiencia marginal del capital como la tasa de descuento que lograría igualar el valor presente de la serie de anualidades dada por los rendimientos esperados del bien de capital, durante su vida,

¹⁵ Además, no está clara la influencia de la tasa de interés sobre la inversión. La hipótesis de que un aumento de la inflación, haciendo disminuir la tasa de interés real ($r-\pi$) puede alentar la inversión, al aumentar relativamente la eficiencia marginal del capital, y por tanto el empleo, no tiene sentido lógico según Keynes [véanse Keynes (1981), pp. 130-131]. Sin embargo, “la expectativa de una baja futura en la tasa de interés tendrá por efecto hacer *bajar* la curva de la eficiencia marginal del capital; pues significa que la producción resultante del equipo hecho en la actualidad habrá de competir durante parte de su vida con la proveniente del equipo que se conforma con un rendimiento menor” [Keynes (1981), p. 131. *Cursivas en el original*]. De modo que la expectativa de bajada del interés no incrementa, como suele suponerse o argüirse en los modelos macroeconómicos, la demanda de inversión, sino que la deprime.

con su precio de oferta»¹⁶ [Keynes (1981), p. 125; Keynes (1973), p. 135]. Y eso, para diferentes tipos de bienes de capital; pero “la mayor parte de estas eficiencias marginales puede considerarse como la eficiencia marginal del capital en general” [Keynes (1981), p. 125].

No debe confundirse la eficiencia marginal del capital, advierte Keynes, ni con el rendimiento global corriente del capital, ni con la productividad marginal, ni con la tasa real de descuento que utilizamos en un cálculo del valor futuro o presente de una inversión o adquisición del equipo capital, aunque se aproxime mucho a todos esos conceptos. En el caso de la productividad marginal o la utilidad marginal del capital, como también la denomina Marshall, debería completarse, para aproximarse a la eficiencia marginal del capital de Keynes, con una comparación con el coste marginal; es decir, sería la tasa de rendimiento sobre el coste, de Irving Fisher, o aquella tasa de rendimiento “que, usada para medir el valor presente [actualizado] de todos los costes y el de todos los rendimientos, igualará ambos” [Keynes (1981), p. 129, citando a Fisher y aceptando como buena esa definición para la eficiencia marginal del capital].

Y es que, a diferencia de esos conceptos antes mencionados, la clave de la noción de eficiencia marginal del capital es que se trata de una variable que está afectada sobre todo y principalmente por factores subjetivos, psicológicos, probabilísticos o de expectativas. La curva de eficiencia marginal del capital es la curva de demanda de inversión afectada por el rendimiento futuro probable o esperado del capital y un precio o coste corriente del mismo que, en cada momento dado, se considera debe cubrirse. Su definición se ajusta, sobre todo, a una tasa real de descuento o rendimiento, que permite calcular el valor actual de una inversión, si consideramos que dicha corriente de rendimientos es *probable*, no segura, y que debe compararse o equilibrarse con el precio de oferta de la inversión, según se ha definido ya éste (véase nota 16).

Se entiende así que a medida que aumente la inversión en capital se reduzca la eficiencia marginal del mismo, tanto porque disminuirá su rendimiento probable, según suba la oferta de capital, como porque el precio de oferta del bien de capital aumentará al incrementarse las dificultades para producirlo, ante la presión de la demanda. Pero Keynes especifica que cuanto más largo sea el período considerado, más importancia tiene el primer factor (rendimiento probable) sobre el segundo [Keynes (1981), pp. 125-126]. Esto vale para cualquier bien de capital. Y lo contrario sucede cuando se produce un descenso de la inversión durante un tiempo. Por lo que, considerando las dudas allí expresadas, podría tener sentido hablar de un gráfico como el del centro de la figura 6. De hecho Keynes habla de que podemos obtener una curva “que ligue la tasa de inversión global con la correspondiente eficiencia marginal del capital... Denominaremos a esto la curva de la demanda de inversión; o inversamente, la curva de eficiencia marginal del capital.” [Keynes (1981), p 126]

Y en última instancia, la decisión de invertir o no, proviene de la condición de equilibrio entre la eficiencia marginal del capital y la tasa de interés ($emg_k = r$): «la tasa real de inversión corriente será empujada hasta el punto en que ya no haya clase alguna de capital cuya eficiencia marginal exceda de la tasa corriente de interés. En otras palabras,

¹⁶ Keynes aclara explícitamente que el precio de oferta de un bien de capital no es el precio de mercado al cual puede comprarse el mismo, sino “el precio que bastaría exactamente para inducir a un fabricante a producir una nueva unidad adicional del mismo, es decir, lo que se denomina su *costo de reposición*.” [Keynes (1981), p. 125, cursivas en el original].

la tasa de inversión se empujará hasta aquel punto de la curva de demanda de inversión en que la eficiencia marginal del capital en general sea igual a la tasa de interés del mercado.» [Keynes (1981), p. 126]. Pero, una vez más, la clave que rige la eficiencia marginal del capital es que se trata de una variable esperada o con un elevado componente de expectativas:

«Es importante entender la dependencia que hay entre la eficiencia marginal de un volumen determinado de capital y los cambios en la expectativa porque es principalmente esta dependencia la que hace a la eficiencia marginal del capital quedar sujeta a ciertas fluctuaciones violentas que son la explicación del ciclo económico. En el capítulo 22 veremos que la sucesión del auge y la depresión puede describirse y analizarse en términos de las fluctuaciones de la eficiencia marginal del capital relativamente a la tasa de interés.» [Keynes (1981), p. 132].

Al tratamiento de la formación de expectativas, de aquellas expectativas que afectan la inversión a través de la eficiencia marginal del capital y, por tanto, que impiden el impulso de la inversión para absorber la brecha de demanda existente, dedica Keynes su capítulo 12, donde explica la razón por la que falla la inversión. Antes, cabe destacar dos riesgos que afectan la inversión y que Keynes trata de diferenciar, en un avance de lo que será su ataque al sistema financiero, sobre todo bursátil, así como a la despreciable actitud asignada en la TG al prestamista y al especulador.

Esos dos riesgos son, por un lado, el derivado del empresario o prestatario, que surge de las dudas e incertidumbre, razonables para Keynes y propias de su actividad, sobre obtener los rendimientos probables esperados. Y, por otra parte, está el riesgo del prestamista que puede deberse al “*moral hazard*”, es decir, “incumplimiento voluntario o cualquier otro medio, tal vez lícito, de eludir el cumplimiento de la obligación”¹⁷ [Keynes (1981), p. 132 o Keynes (1973), p. 144], o al incumplimiento involuntario por el fracaso o equivocación en las expectativas. Ni que decir tiene que Keynes considera este riesgo más dañino y como un costo añadido a las decisiones de inversión.

Las expectativas sobre inversión y los mercados financieros

Establecido que la eficiencia marginal del capital depende fundamentalmente de las expectativas, Keynes entra a analizar qué factores determinan dichas expectativas que afectan de forma determinante a la inversión. Éstas son expectativas a largo plazo, para diferenciarlas de las expectativas a corto plazo (capítulo 5), que Keynes aplica a la determinación del precio que se espera obtener de la venta de un producto terminado (las expectativas a corto son en las que se basa un productor o empresario para tomar

¹⁷ Aunque no suele asociarse su nombre a este concepto [véase por ejemplo Kotowitz (1998)], Keynes explícitamente habla de riesgo moral o *moral hazard*, término que analiza los efectos de una acción o decisión sobre los incentivos de los agentes implicados en la misma, de tal manera que pueden destruirse incentivos, generarse otros perversos o producir una perturbación importante en los existentes, así como sobre los costes o beneficios (ambos internos) impuestos por dichas acciones y que recaen en terceras personas. Así sucede con los seguros. Supuesto que tomamos aquellas precauciones ante los riesgos, y sólo aquellas, que nos permitan ahorrar más de lo que nos cuestan, la gente que está asegurada tiende a tomar un grado de precaución por debajo del nivel eficiente, dado que, una vez que estoy asegurado, alguien más soporta el coste de mis acciones y decisiones. Keynes lo aplica a las operaciones de préstamo.

Además añade una tercera causa de riesgo en las operaciones de inversión, cual es la alteración del patrón monetario, que hace que el préstamo en dinero sea menos seguro, por su depreciación, que un activo real.

ese tipo de decisión). En su análisis, Keynes supone que la tasa de interés no se altera [Keynes (1981), p.136, al final].

A la hora de formar nuestras expectativas nos basamos en consideraciones o hechos conocidos que nos inspiren cierta confianza, sobreponderando desproporcionadamente [Keynes (1981), p. 136] el presente. Pero no en el sentido que podría hacerlo un modelo de expectativas adaptativas, sino en el sentido de que tomamos nuestras decisiones según nuestro estado de confianza –diría de ánimo– en un momento presente dado (sea éste de euforia o pesimismo). De modo que formulamos expectativas que dependen no sólo de “los pronósticos más probables que podamos realizar, sino también de la *confianza* con que hagamos la previsión”¹⁸. Este estado de confianza es esencial en la determinación de la curva de eficiencia marginal del capital.

De hecho Keynes considera que “nuestro conocimiento para calcular el rendimiento probable futuro” de cualquier inversión “es muy limitado y a veces nulo”, de manera que no cree que los individuos puedan realizar tales cálculos ni siquiera por medio del cálculo probabilístico¹⁹. Esta realidad llevó en el pasado, cuando la estructura de la propiedad de las empresas y la gestión estaban en las mismas manos, a que los actos de empresa y de inversión fuesen considerados como meros asuntos de impulsos temperamentales y cotidianos, sin cálculos racionales, y basados en una naturaleza humana que era amante del riesgo o lo valoraba mucho individual y socialmente:

«En otros tiempos... la inversión dependía de que hubiera suficientes individuos de temperamento confiado e impulsos constructivos, que emprendieran negocios como una forma de vivir, sin basarse en cálculos precisos acerca de las ganancias probables. El asunto era en parte una lotería, aunque el resultado final dependía mucho de si la habilidad y el carácter de los directores estaban por encima o por debajo del promedio. Algunos fracasarían y otros tendrían éxito... aunque, si excluimos la explotación de los recursos naturales y los monopolios, es probable que el promedio real de los resultados de las inversiones, aún en períodos de progreso y prosperidad, hayan defraudado las esperanzas que indujeron a invertir. Los hombres de negocios juegan un juego que es una mezcla de habilidad y suerte, cuyo resultado medio para los jugadores es desconocido para quienes participan en el mismo.» [Keynes (1981), p. 137; Keynes (1973) p. 150]

Precisamente, gracias a que los empresarios y hombres de negocios no realizan cálculos racionales o que, incluso cuando miran sólo el beneficio y la ganancia empresarial y a pesar de que contemplan que los fracasos (pérdidas) son mayores que los éxitos, siguen adelante con sus inversiones, se ha evitado que se desplome la inversión y los negocios. Y siguen adelante con sus negocios e inversiones porque, para Keynes, la naturaleza humana siente la tentación de probar suerte (amante del riesgo) o por puro egocentrismo o soberbia, es decir por la satisfacción personal de hacer algo grande y perdurable – abstracción hecha de la ganancia– [Keynes (1981), p. 137, hacia el final].

Podría pensarse que la modernización de los negocios que ha tenido lugar con la separación de la propiedad y la dirección (sociedades anónimas) y con el desarrollo de

¹⁸ Keynes (1981), p. 136, cursiva en el original. Añade: «Si esperamos grandes modificaciones pero estamos muy inseguros sobre la forma precisa en que ocurrirán, entonces nuestra confianza será débil».

¹⁹ No se olvide que la tesis doctoral de Keynes versó sobre inferencia estadística y probabilidad, por lo que conocía bien ese campo.

los mercados financieros o de inversión organizados (bolsas de valores), este tipo de actuaciones o dificultades para el cálculo han desaparecido. Nada más lejos de la realidad, y Keynes no deja duda que las cosas para la inversión racional y adecuada a las necesidades de la economía (demanda agregada) han empeorado con tales cambios. Porque, aunque algunas veces puede facilitarse la inversión, se acrecienta mucho el riesgo y la inestabilidad del sistema mediante un incremento sustancial de la toma de decisiones irracionales, ya que las bolsas de valores permiten a los individuos que ofrecen y buscan financiación en ellas la revisión casi continua de sus decisiones y compromisos, generando procesos puramente especulativos e irracionales que no contribuyen a nada favorable.

“Es como si un agricultor, habiendo observado su barómetro después del desayuno, decidiera retirar su capital del negocio agrícola entre diez y once de la mañana y reconsiderar si debía volver a él posteriormente durante la semana.” [Keynes (1981), p. 138] El ejemplo puesto por Keynes permite vislumbrar cierta irracionalidad en el comportamiento, que depende no sólo del barómetro (elemento en principio lógico para una explotación agrícola, aunque no para una decisión sobre una inversión ya realizada, como es el caso que pone), sino también del desayuno.

La intromisión de las bolsas y los mercados financieros en el proceso de inversión y, por tanto, de valoración de los rendimientos futuros probables esperados, introduce perturbaciones importantes en el mismo. De hecho, con la Bolsa, “ciertas clases de inversiones se rigen más por el promedio de las expectativas de quienes trafican en la bolsa de valores, tal como se manifiesta en el precio de las acciones, más bien que por las expectativas genuinas del empresario profesional.” [Keynes (1981), p. 138]. Y aunque Keynes señala que esto no es válido para las empresas que no entran en bolsa, advierte que su número es cada vez menor y su proporción sobre el valor total de las inversiones pierde importancia a gran velocidad [Keynes (1981), p. 138, nota 3 o Keynes (1973), p. 151, nota 2].

Esto dificulta aún más un cálculo racional o probabilístico de tales ganancias o rendimientos futuros probables, es decir una formulación lógica o con algún tipo de coherencia de las expectativas que envuelven, definen y determinan las inversiones. De hecho, es mejor no utilizar tales cálculos racionales ya que en los errores no cabe la ley de los grandes números: “Tampoco podemos racionalizar nuestra conducta argumentando que para un hombre ignorante los errores en cualquier sentido son igualmente probables, de tal manera que subsiste una previsión actuarial media basada en igualdad de probabilidades; porque fácilmente puede demostrarse que el supuesto de la posibilidad aritmética de igualdad de probabilidades, basado en un estado de ignorancia, conduce a absurdos.” [Keynes (1981), p. 139]

Y es que valorando las empresas a través de estos mercados bursátiles “estamos suponiendo que la valuación existente en el mercado, independientemente de cómo se ha llegado a ella, es *correcta* únicamente en relación con nuestro conocimiento actual de los hechos que influirán sobre el rendimiento de la inversión;... [pero] nuestro conocimiento actual no nos da las bases suficientes para una expectativa matemática calculada.” Por lo que “en realidad, en las valoraciones del mercado entran consideraciones de todas clases que de ninguna manera se relacionan con el rendimiento probable” [Keynes (1981), p. 139. Cursivas en el original].

Disuadido el lector de que los individuos ni hacemos, ni podemos hacer, una previsión de nuestras expectativas sobre la base del cálculo racional, y que los mercados financieros y bursátiles introducen sistemas y bases de cálculo sobre las expectativas que afectan a las decisiones de inversión, que nada tienen que ver con las variables relevantes (el rendimiento probable esperado) y que las distorsionan, Keynes admite que para períodos cortos el inversionista individual sí puede prever e invertir de forma segura, aunque no sobre la base del cálculo racional sino sobre la idea de prolongar en una sucesión continua del tiempo la estabilidad del momento presente y con la posibilidad de modificar su inversión antes de que haya tiempo de que se produzca una alteración grande de las condiciones existentes. De modo que las inversiones fijas se vuelven líquidas para el individuo, y le convierten en un ventajista o rentista. Pero todo ello es muy precario y no vale para lograr un volumen suficiente de inversión [véase Keynes (1981), p. 140].

Podría argumentarse, y Keynes en parte admite, que determinados factores que actúan en esos mercados, como son las fluctuaciones fuertes y diarias que responden a rumores especulativos, los cambios violentos en la opinión o la entrada en los mismos de personas que ni dirigen ni tienen especial conocimiento de los negocios concretos, ni de sus circunstancias, empeoran la situación descrita. Pero no son éstos factores determinantes del mal comportamiento de las expectativas y de los despropósitos en las decisiones de inversión, ya que tampoco “la competencia entre los profesionales expertos, que poseen más juicio y conocimiento que el inversionista privado medio corrige las extravagancias del individuo ignorante... [porque] las energías y la habilidad del inversionista profesional y del especulador están ocupadas principalmente en otra parte” [Keynes (1981), p. 141].

Estos profesionales se dedican –según Keynes– a anticipar o prever en cuánto estimará el mercado, dentro de un cierto tiempo, que puede ser de tres meses o un año (indicando así que pueden ser períodos cortos o largos), y bajo la influencia de la psicología de masa (*sic*), el valor de una inversión, en lugar de analizar lo que realmente significa un valor de inversión. Y al hacerlo mediante las reglas de juego de los mercados financieros o bursátiles lo que hacemos es “dedicar nuestra inteligencia a anticipar lo que la opinión promedio espera que sea la opinión promedio” [Keynes (1981), p. 143]. Así, “el objeto real y particular de la mayor parte de las inversiones de los expertos, hoy en día, es «ganar la delantera» (*to beat the gun*)... ser más listo que el vulgo, y encajar la moneda falsa o que se está depreciando a otra persona.” [Keynes (1981), p. 142].

La Bolsa se convierte así en un puro juego de azar y riesgo (Keynes compara las bolsas de valores con los casinos)²⁰ y en la TG se ponen como ejemplos el *snap*, el anillo de la solterona o el de las sillas musicales; juegos donde pueden intervenir la destreza, la situación particular o las circunstancias dadas en un momento preciso del juego, pero lo importante es que se trata de juegos de suma negativa, donde se pierde. De manera que, incluso sabiendo los participantes en esos juegos que van a perder (siempre se coloca un número de sillas en una unidad inferior al número de participantes) se aprestan a jugar por la pura emoción o diversión que la participación en el mismo les produce: así son los mercados financieros y bursátiles²¹. Y la inversión en manos de profesionales

²⁰ “Generalmente se admite que, en interés público, los casinos deben ser inaccesibles y costosos, y tal vez eso mismo sea cierto en el caso de las bolsas de valores.” [Keynes (1981), p. 145]

²¹ En estas páginas (sección VI del capítulo 12) es donde Keynes distingue con claridad la función y figura del especulador, también considerado como prestamista o inversionista en el *Tract on Monetary*

financieros se compara con un concurso periodístico donde deben elegirse los rostros más bellos entre un montón de candidatos, ganando no aquél rostro que realmente sea más hermoso sino el que corresponda más aproximadamente al promedio de las preferencias de los competidores en conjunto. De modo que cada concursante (inversores profesionales) elige no los rostros que considera más bonitos sino los que cree que serán más del agrado de los demás concursantes, quienes a su vez observarán el problema desde el mismo punto de vista [véase Keynes (1981), p. 142].

Todo ello viene a demostrar que los individuos particulares son incapaces o simplemente no pueden llevar a cabo la inversión privada basada en auténticas expectativas a largo plazo que permitan prever los rendimientos futuros probables; algo que además exige unos costes, riesgos y esfuerzos que ni siquiera sale rentable: «La inversión basada en las expectativas auténticas a largo plazo es tan difícil en la actualidad que apenas puede ponerse en práctica... La experiencia no da pruebas claras de que una política de inversión ventajosa socialmente coincida con la más productiva... Más todavía, la vida no es bastante larga, la naturaleza humana desea resultados rápidos, hay un deleite particular en hacer dinero pronto, y las ganancias remotas son descontadas por el hombre medio a tasas muy altas.» [Keynes (1981), p. 143]. Pero el Estado sí puede hacerse cargo de la inversión. De hecho, “la única cura radical para las crisis de confianza que afligen la vida económica del mundo moderno sería no permitir al individuo que escogiera entre consumir su ingreso y ordenar la producción de bienes específicos de capital” [Keynes (1981), p. 146], evitando dejar en manos de los individuos las decisiones de inversión y, por consiguiente, que se introduzca en un mundo precario, incierto, especulativo, que le deja la falsa impresión de ser la mejor oportunidad y más rentable a su alcance.

Y Keynes remata su teoría sobre la formación de expectativas (en la sección VII) volviendo al principio, para no dejar duda de que ni siquiera este comportamiento irracional de los mercados financieros y bursátiles es la esencia de los problemas o fallos que impiden a la inversión cubrir la brecha de demanda. Incluso, en este mundo o sistema económico complejo, con mercados de inversión y financieros desarrollados, si dejamos a un lado el componente de especulación que los mismos introducen, y volvemos a la pura determinación de la eficiencia marginal del capital y de las expectativas que deben permitir un cálculo de los rendimientos futuros esperados, para llevar a cabo la inversión necesaria que cubra la demanda efectiva, existe otra inestabilidad o perturbación que procede de la propia naturaleza humana y que ya hemos mencionado: “nuestras actividades positivas dependen más del optimismo espontáneo que de una expectativa matemática, ya sea moral, hedonista o económica.” [Keynes (1981), p. 147 o Keynes (1973), p. 161]. Se trata de los *animal spirits* como factor determinante en las decisiones de inversión.

La aparición de los *animal spirits* o impulsos espontáneos y emocionales, que a veces tienen mucho de capricho, y que en absoluto responden a un cálculo de promedios

Reform, de la del empresario o emprendedor cuya tarea, que es duradera y a largo plazo, sí consiste en prever los rendimientos probables de los bienes de capital adquiridos durante el tiempo que duren las inversiones. Y asegura que no es cierto que predomine la especulación sobre la empresa, aunque cuanto mejor y más compleja es la organización de los mercados de inversión mayor es el riesgo del predominio de la especulación [véase Keynes (1981), pp. 144-145]. Precisamente, la realidad histórica nos muestra lo contrario: cuanto más y mejor han estado organizados los mercados financieros y mayor ha sido su desarrollo, mejor han absorbido los procesos de burbujas especulativas que, además, han sido mayores y más complejas, como las acontecidas a mediados de los ochenta (1986) y de los noventa (1995).

ponderados de los beneficios cuantitativos multiplicado por las probabilidades cuantitativas, son los que guían las decisiones de inversión. «Si los *animal spirits* se enfrían y el optimismo espontáneo vacila, dejando como única base de sustentación la previsión matemática, la “empresa” se marchita y muere» [Keynes (1981), p. 147].

De tal modo que la iniciativa individual y las decisiones de inversión se guían por impulsos o energía animal que hace que los individuos, aunque perciban la idea de pérdidas la rechacen de sus mentes [véase Keynes (1981), p. 147]. Eso significa “que se exagera la importancia de las depresiones y retrocesos”, pero también que la prosperidad depende “excesivamente”, dice Keynes, del ambiente político y social reinante “que agrada al tipo medio de hombre de negocios” [Keynes (1981), p. 148].

En definitiva, y esto es lo más revelador de la visión que tiene Keynes sobre la formación de expectativas y lo que guía el incentivo a invertir, “al calcular las posibilidades de inversión debemos tener en cuenta, por tanto, los nervios y la histeria, y aún la digestión o reacciones frente al estado del tiempo, de aquellos de cuya actividad espontánea depende principalmente [la inversión]” [Keynes (1981), p. 148; Keynes (1973), p. 162]. Y, aunque aclara que “no debemos deducir de esto que todo depende de oleadas de psicología irracional”, y que el estado de las expectativas a largo plazo suele ser firme, añade que «estamos simplemente recordándonos que las decisiones humanas que afectan al futuro, ya sean personales, políticas o económicas, no pueden depender de la expectativa matemática estricta, desde el momento que las bases para realizar semejante cálculo no existen; y que es nuestra inclinación natural a la actividad la que hace girar las ruedas escogiendo nuestro ser racional entre las diversas alternativas lo mejor que puede, calculando cuando hay oportunidad [según él, nunca o casi nunca], pero con frecuencia hallando el motivo en el capricho, el sentimentalismo o el azar.» [Keynes (1981), p. 148; Keynes (1973), p. 163].

La situación descrita por Keynes es tal que, la abundancia de capital en sociedades desarrolladas y su amplia extensión en todas las actividades, junto con esa forma irracional de realizar previsiones y tomar decisiones de inversión, hacen que la eficiencia marginal del capital sea baja, de modo que la tasa de interés esté por encima de la misma ($r > emg_k$) y el incentivo para invertir sea muy bajo o nulo. No es posible, con las condiciones descritas de la generación de expectativas, animar a los individuos a que inviertan, y lo hagan racionalmente (con algún tipo o modelo de racionalidad) en lugar de jugar. No es posible, en el mundo que describe Keynes, animar la eficiencia marginal del capital, por lo que la insuficiencia de la inversión privada está asegurada y con ella la de demanda agregada²².

Si $r > emg_k$ y no puede empujarse hacia arriba la eficiencia marginal del capital queda otra posibilidad, que es disminuir la tasa de interés relativamente a la eficiencia marginal del capital para lograr estimular de forma continua el volumen de inversión, y con él la demanda. Pero ya hemos dicho que la tasa de interés (r) se determina en el mercado de dinero o monetario. Y Keynes manifiesta con toda claridad su escepticismo

²² «Se producirán de nuevo aquellos bienes [de capital] cuyo precio de oferta normal sea menor que el de demanda, y estos bienes serán los que tengan una eficiencia marginal mayor... que la tasa de interés... A medida que aumenta la existencia de bienes, cuya eficiencia marginal era al principio por lo menos igual a la tasa de interés, esa eficiencia marginal tiende a bajar... De este modo llegará un momento en que no sea costeable producirlos, *a menos que la tasa de interés baje, pari passu*. Cuando *no* haya bien [de capital] alguno cuya eficiencia marginal alcance a la tasa de interés, se suspenderá la producción de bienes de capital.» [Keynes (1981), p. 203; Keynes (1973), p. 228. Cursivas en el original].

sobre las posibilidades y el éxito de acometer “una política puramente monetaria dirigida a influir sobre la tasa de interés.” [Keynes (198), p. 149]. De hecho, dadas las características del dinero y tal y como se comporta, la política monetaria no tiene éxito en hacer bajar una tasa de interés que, por otra parte, si disminuyese y cayese por debajo de la eficiencia marginal del capital permitiría impulsar la inversión.

El mercado monetario y el tipo de interés

No nos detendremos aquí a exponer en detalle la teoría de la tasa de interés propuesta en la TG que, como se ha señalado, se trata de un fenómeno monetario²³. Tampoco es objeto del trabajo analizar ni la función de demanda de dinero, ni los distintos motivos para mantener liquidez, ni sus componentes o las variables que la afectan, que son la renta o ingreso, en tanto que afecta los motivos de gasto de consumo y de negocios, así como la tasa de interés, en tanto que afecta los motivos más psicológicos y relacionados con la incertidumbre, como son el de precaución y especulación²⁴. Aunque observamos que, de nuevo, aparecen en Keynes los componentes psicológicos y relacionados con las expectativas.

A efectos expositivos y analíticos, interesa sobre todo conocer cuáles son los impedimentos o las disfunciones en el mercado monetario que impiden hacer bajar la tasa de interés o que no permiten a la política monetaria actuar, ni lograr tal objetivo, frustrando un posible remedio, desde otro mercado (el monetario) y por vía indirecta, a los males que aquejan a la inversión y la baja eficiencia marginal del capital²⁵.

En un resumen básico de los capítulos 13, 15, 16 y, sobre todo, 17 (aunque también puede incluirse el capítulo 21, sobre la teoría de los precios) cabe plantear dos –si acaso tres– tipos de fallos o rigideces por las que el tipo de interés no responde a las variaciones o estímulos del mercado monetario. Estos son, en orden de exposición, que el dinero tiene una **elasticidad de producción** nula o muy baja; que el dinero tiene una **elasticidad de sustitución** nula o muy baja, con **costes de almacenamiento** muy bajos también y, como consecuencia de esta característica, que puede darse el caso que conocemos como “trampa de la liquidez”, situación tal que las expectativas generadas sobre la tasa de interés, que “es un fenómeno altamente psicológico” [Keynes (1981), p. 182], inducen a creer que dicha tasa ha alcanzado un nivel suficientemente bajo como para que únicamente pueda esperarse su ascenso, de modo que toda inyección de liquidez quedará absorbida por la demanda de dinero afectada por el tipo de interés, fundamentalmente la demanda por motivo de especulación.

La figura 7 recoge un diagrama del mercado de dinero con supuestos básicos sobre las funciones de demanda y oferta de dinero, tal como indica Keynes, y el caso de la trampa de la liquidez²⁶.

²³ «La tasa de interés es el “precio” que equilibra el deseo de conservar la riqueza en forma de efectivo [demanda de dinero], con la cantidad disponible de este último [oferta de dinero]» [Keynes (1981), p. 152].

²⁴ El motivo precaución se integrará páginas después [Keynes (1981), p. 179] en la parte de la demanda de dinero que queda afectada por el nivel de renta o ingresos. Uno de los primeros economistas que mencionan y dan importancia al motivo precaución en la demanda de dinero fue Richard Cantillon.

²⁵ «Por mi parte, soy ahora algo escéptico respecto al éxito de una política puramente monetaria dirigida a influir sobre la tasa de interés.» [Keynes (1981), p. 149; Keynes (1973), p. 164].

²⁶ Aunque la TG especifica que la producción de dinero es por hipótesis perfectamente inelástica [Keynes (1981), p. 208], en una consideración particular sobre la alteración de algunos supuestos hechos sobre el

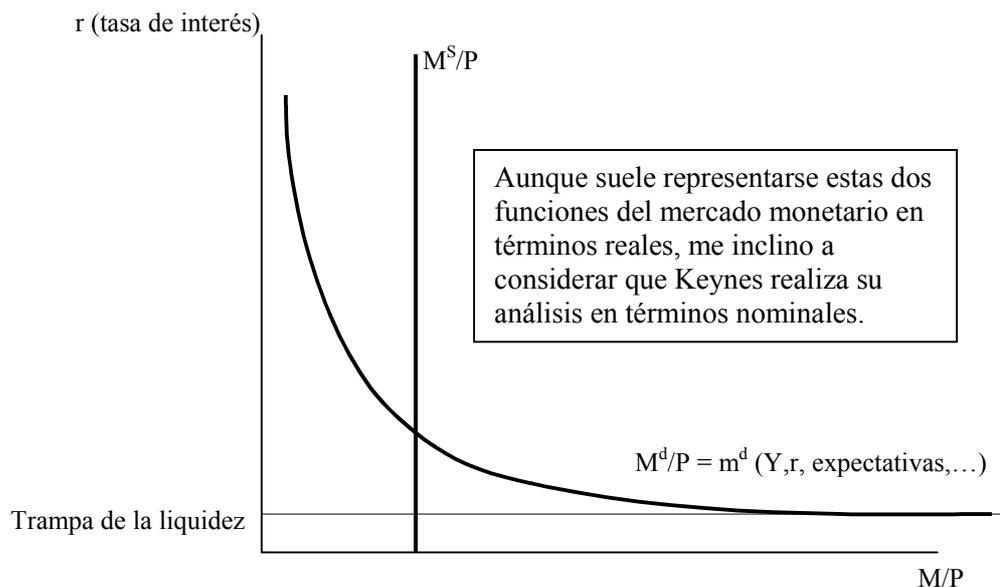


Figura 7. Mercado de dinero o monetario

Keynes cuantifica el nivel de la tasa de interés que produciría la trampa en un 2% a largo plazo [Keynes (1981) pp. 181, 195 y 274], todo lo más un 2,5%. Pero el problema no es realmente que ese nivel del interés sea bajo y pueda provocar una situación de trampa de liquidez, sino que el nivel de la eficiencia marginal del capital es demasiado bajo, lo que hace que, para mantener la inversión y cubrir las necesidades de demanda, haya que rebajar la tasa de interés hasta niveles inaceptables por parte de los prestamistas, pero también por parte del público en general y de los prestatarios²⁷. La economía, simplemente, y por tanto tampoco la política monetaria, no podrá dar con la tasa de interés adecuada para mantener los impulsos de inversión, cuando sea comparada con la eficiencia marginal del capital, que es baja y obedece a impulsos irracionales completamente subjetivos.

dinero y el mercado monetario, Keynes aclara que “aun cuando la cantidad de dinero no puede aumentarse desviando trabajo para producirlo, sin embargo, el supuesto de que su oferta efectiva se fija rígidamente sería inexacto. En particular, una reducción de la unidad de salarios dejará en libertad el efectivo que se destinaba a otros usos para la satisfacción del motivo liquidez; mientras que, además de esto, a medida que los valores monetarios bajan, la cantidad de dinero será una proporción mayor del total de riqueza de la comunidad.” [Keynes (1981), p. 206; Keynes (1973), p. 232].

En cuanto a la demanda y su trazo respecto del tipo de interés, cabe señalar la contradicción de que, tras dedicar Keynes varias páginas del capítulo 13 a explicar y defender la importancia del tipo de interés en la demanda de dinero a través de los motivos precaución y especulación frente al motivo de transacciones para demandar liquidez, así como la importancia relativa de aquéllos frente a éste, más destacado por los clásicos, cuando justifica la forma de la curva de demanda de dinero respecto del tipo de interés, argumenta basándose, sobre todo, en cómo afecta el tipo de interés a la demanda a través del motivo de transacciones! [véase Keynes (1981), p. 155].

²⁷ «Del porcentaje de ganancia, que la curva de la eficiencia marginal del capital permite al deudor esperar ganar, tiene que deducirse 1) el costo de poner en contacto a prestamistas y prestatarios, 2) el impuesto sobre el ingreso y los impuestos adicionales y 3) el margen que el prestamista requiere para cubrir su riesgo e incertidumbre, antes de llegar al rendimiento neto disponible... En condiciones de un promedio tolerable de ocupación, si este rendimiento neto resulta ser infinitesimal, los métodos tradicionales pueden ser infructuosos.» [Keynes (1981), p. 274; Keynes (1973), p. 309]

«La agudeza y la peculiaridad de nuestros problemas derivan de la posibilidad de que la tasa media de interés que permitirá un nivel medio razonable de ocupación es tan inaceptable para los propietarios de riqueza, que no puede establecerse fácilmente por medio de simples manipulaciones de la cantidad de dinero.» [Keynes (1981), p. 274]

La realidad, sin embargo, ha sido muy diferente a la descrita por Keynes ya que los bancos centrales no han cesado a lo largo del siglo XX de manipular las tasas de interés para influir sobre la cantidad de dinero, alterando continuamente dichas tasas y el comportamiento del público²⁸. En realidad, considero que después de la TG sólo hemos padecido una experiencia próxima a la descrita por Keynes como trampa de la liquidez: el caso de Japón desde finales de los ochenta, y a lo largo de los noventa, hasta 2004. En todo ese período de unos diecisiete años, Japón ha mantenido largo tiempo tasas de interés nominales muy bajas o prácticamente nulas (y reales, en muchos casos, negativas) sin haber logrado estimular la demanda y siendo absorbida toda la liquidez enviada al sistema económico y financiero.

Otros ejemplos recientes de tasas reales de interés negativas han sido algunos países de la UE, entre ellos España, tras la entrada en vigor del euro (2002), que hizo converger las tasas de interés nominales en niveles bajos. Sin embargo en estos países, como España o Irlanda, las tasas de interés por debajo de esos niveles considerados por Keynes prácticamente imposibles, no han generado absorción de liquidez sino que han impulsado la demanda de consumo e inversión a niveles muy elevados, favoreciendo, en ocasiones, tensiones de inflación, en términos comparativos con el resto de la zona de moneda única.

La diferencia entre la experiencia japonesa y, por ejemplo, la española, es claramente una cuestión de instituciones y de credibilidad o confianza en las mismas; en este caso de instituciones financieras. Así, mientras que en Japón se inicia el período de tasas de interés nulas precisamente con una fuerte quiebra de bancos y cajas de ahorro, muchas de las cuales estaban fuertemente vinculadas a grupos empresariales, provocando una crisis generalizada sobre el sistema (incluso con el descubrimiento de prácticas poco ortodoxas), en España uno de los sectores que en los años ochenta había iniciado una importante reconversión fue precisamente el sector bancario y financiero, afrontando la crisis financiera internacional de 1986-87, y posteriormente las de mediados de los noventa (México en 1993-94; países asiáticos en 1996-97 y Rusia en 1998), con dolorosas readaptaciones (incluidas las tecnológicas) que permitieron afrontar la entrada española en el euro con un sistema financiero y bancario mucho mejor reorganizado y más competitivo. Italia, que también ha experimentado tasas de interés bajas y reales negativas en períodos recientes ha tenido más complicado su transmisión sobre la demanda y la economía porque la confianza en general en el sistema, y en concreto en el sistema bancario (más ineficiente y obsoleto que el español), ha sido mucho más débil. Y lo contrario puede decirse del Reino Unido, aplicando en todo caso un análisis general y un tanto superficial.

Pero, en la TG no es la trampa de la liquidez el supuesto o situación que Keynes cree pueda suceder como explicación a la ineficacia de la política monetaria para rebajar la tasa de interés, al menos rebajarla proporcionalmente por debajo de la eficiencia marginal del capital que, no olvidemos, tiende a la baja a medida que aumenta la capitalización del país y su desarrollo. «Si este fuera nuestro único problema en la

²⁸ Véase, por ejemplo, Méndez Ibisate (2003).

actualidad –si todo lo que necesitamos fuera un grado suficiente de devaluación [es decir, de aumento fuerte de la liquidez o de la oferta monetaria]–, no cabe duda que encontraríamos hoy la solución.» [Keynes (1981), p. 274 o Keynes (1973), p. 309].

La crisis no es por falta de liquidez o de estímulos monetarios, que permitan deprimir el tipo de interés. De hecho Keynes afirma que es muy posible que no siempre la creencia del público pueda resistirse a “una persistencia y consistencia moderadas en los propósitos de la autoridad monetaria” y que “la opinión pública puede acostumbrarse con rapidez a una bajada moderada de la tasa de interés” modificando convenientemente sus expectativas convencionales del futuro [Keynes (1981), p. 183], indicando con ello la posibilidad de éxito de una política monetaria, incluso con tasas de interés bajas y próximas a la trampa de la liquidez, que retrasaría la posibilidad de aparición de dicha trampa. Keynes llega a afirmar expresamente del caso de la trampa de la liquidez, en el que “la autoridad monetaria habría perdido el control efectivo sobre la tasa de interés”, que “aunque este *caso extremo* pueda llegar a tener importancia práctica en el futuro, aún no conozco ningún ejemplo de él.” [Keynes (1981), p. 185. Cursivas mías].

La verdadera causa de por qué las tasas de interés no responden a la baja ante un incremento de liquidez o de la oferta monetaria hay que buscarla en esas propiedades peculiares aludidas del dinero como activo, que son la de tener una elasticidad de producción y una elasticidad de sustitución nulas o muy bajas (Keynes acepta que un valor cero es un caso extremo, que no se precisa, y que basta con que tengan valores bajos [véase Keynes (1981), p. 210 y nota 6]), junto con muy bajos costes de almacenamiento; propiedades o características que lo diferencian de otros activos alternativos y que hacen que su comportamiento sea el descrito²⁹.

Según Keynes, comparado con otros tipos de activos (cereal, máquinas, casas,...), el dinero es un activo con rendimiento nulo, costes de almacenamiento prácticamente desdeñables (salvo cuando hay inflaciones importantes), pero su prima de liquidez es sustancial. Estas características hacen que el dinero, o cualquier otro bien con esas características, posea una tasa de interés, medida en unidades de sí misma como patrón³⁰, mucho más resistente a la baja que las del resto de bienes de capital o activos [véase especialmente Keynes (1981), p. 203 o Keynes (1973), p. 228].

Keynes establece las características especiales del dinero como que “el dinero tiene, tanto a la larga como a la corta, una elasticidad de producción cero, o en todo caso una muy pequeña... Esto quiere decir que el dinero no se puede producir fácilmente.” [Keynes (1981), pp. 204-205]. Entendiendo que la elasticidad de producción mide (según define en el capítulo 20, Keynes (1981), p. 251) la tasa porcentual a la que crece la producción de cualquier industria cuando se dirige a ella más demanda efectiva y que, en el contexto específico del dinero, sería la respuesta o reacción de la cantidad de trabajo que se aplica a la producción de dinero ante un aumento en la cantidad de trabajo que puede comprarse con una unidad monetaria [Keynes (1981), p. 204; Keynes (1973), p. 230].

²⁹ Véase también la sección III del capítulo 13 [Keynes (1981), p. 156 y Keynes (1973), p. 173], donde formula con precisión lo inadecuado e inútil de la política monetaria y el manejo del dinero para resolver los males que aquejan al modelo. Aunque los problemas del mercado monetario sean importantes y de naturaleza similar a la eficiencia marginal del capital (psicológicos y de formación de expectativas) el mal no es monetario; nada se arregla controlando y manejando el dinero, porque el mal está en la demanda efectiva y, en concreto, en la demanda de inversión y sus componentes.

³⁰ Aunque “la elección de patrón de valor no influirá sobre este resultado” [Keynes (1981), p. 202 y ss.]

De modo que la oferta de dinero es fija, según Keynes, en el sentido de que ningún empresario o individuo privado pueden aplicar trabajo y capital a voluntad para producir dinero, lo que es cierto, considera sorprendentemente Keynes olvidando el dinero bancario, para el patrón oro y más estrictamente para una moneda inconvertible y dirigida. Sólo la autoridad monetaria, con monopolio de emisión, puede aumentar la producción de dinero. Y Keynes considera en varias ocasiones que el comportamiento de dicha autoridad monetaria no ha estado a la altura de las circunstancias, mostrándose especialmente remisa a producir dinero en abundancia. Pero la historia no parece darle la razón.

Esto nos lleva a considerar, de entrada, que la tasa de interés es reluctantante a bajar debido a esta característica de elasticidad de producción cero y que podrían solventarse o mitigarse las depresiones “si pudiera cultivarse dinero como una cosecha o manufacturarse como un motor de automóvil” [Keynes (1981), p. 205 o Keynes (1973), pp. 230-231]. Pero tampoco eso es solución, porque existe una segunda característica que, además, es propia del dinero frente a otros bienes de capital o factores de renta (activos). Y es que el dinero posee una elasticidad de sustitución igual, o casi igual, a cero; “lo que –en palabras de Keynes– quiere decir que a medida que el valor de cambio del dinero sube, no hay tendencia a sustituirlo por algún otro factor” [Keynes (1981), p. 205]. Tal característica se desprende, dice Keynes, de que la utilidad del dinero se deriva únicamente de su valor de cambio, de modo que cuando el valor de cambio del dinero aumenta (deflación), no existe motivo a sustituirlo por algún otro factor³¹.

Desde luego, toda esta visión que ofrece Keynes en la TG parece estar bastante alejada de los modelos de selección de cartera y de la posibilidad de los agentes, que toman decisiones racionales sobre un conjunto de activos alternativos (entre los que se encuentra el dinero), de diversificar y alterar las composiciones de sus carteras de activos. Modelos financieros que ya intuía Marshall en 1871 y que se desarrollaron en los años setenta considerando como un precursor de los mismos al propio Keynes, aunque lo que nos dice en la TG no se aproxima ni por asomo a ese análisis.

Así, cuando el valor del dinero sube y su demanda aumenta no hay forma de producirlo con facilidad; pero, además, el dinero se muestra “como un sumidero sin fondo para el poder de compra cuando su demanda aumenta” [Keynes (1981), p. 206], no habiendo nada que haga al público desviarse de su demanda y se derive hacia otros bienes, porque no tiene sustitutivos aceptables o adecuados. Y esto último, que no sucede por la trampa de liquidez ni tiene que ver con el nivel del tipo de interés, podría interpretarse, por cierto, como que Keynes estaría aceptando que la demanda de dinero es bastante estable, especialmente en períodos de deflación, lo que parece contradecir el persistente ataque keynesiano sobre este postulado del monetarismo (el supuesto de una alta estabilidad de la demanda de dinero), durante los debates de las décadas de los setenta y, sobre todo, de los ochenta.

³¹ Una vez más observamos, paradójicamente, cómo Keynes, tras su consabido análisis que otorga mayor importancia y peso a la demanda por motivo de especulación, termina utilizando la demanda de liquidez por el motivo de transacciones (valor de cambio) para justificar teóricamente un supuesto fundamental de su teoría (la esencia y características peculiares del dinero como activo), lo que contradice de nuevo la idea de que la TG aporta como motivos explicativos fundamentales de la demanda de liquidez los de precaución y especulación.

Lo importante, en cualquier caso, es que esas características peculiares del dinero hacen que la tasa de interés se muestre bastante insensible a los cambios en la proporción de la cantidad de dinero o de la oferta monetaria. De modo que el posible paliativo para la insuficiencia de demanda de inversión, dejando de lado los cambios o aumentos de la eficiencia marginal del capital, que podría suponer un alza en la cantidad de dinero que rebajase la tasa de interés, es improbable que tenga el efecto intencionado y deseado ante las características del propio dinero. Aquí, como en el caso de la función de consumo, estaríamos ante un mercado que funciona mal, pero que funciona así por las peculiaridades del bien que se negocia en el mercado monetario; no es que falle su funcionamiento respecto a lo que se espera del mismo. Falla respecto a lo que dicen o esperan de él los postulados neoclásicos, que se equivocan en su interpretación.

De hecho, la tasa de interés no puede bajar cuando se precisa, pero (al igual que la propensión a consumir) se comporta como se espera de la misma, dadas las dos características expuestas del dinero. El único factor, la única variable, que no se comporta como debe ni como se prevé es la eficiencia marginal del capital, aunque podría comportarse de otra forma, especialmente si estuviese en manos públicas y si el Estado fuese el encargado de llevar a cabo y acometer los planes de inversión, y cuyo mal funcionamiento se debe a un auténtico error, a la peculiar forma de generar expectativas y de tomar decisiones por parte de los agentes privados. Por ello, considero que Keynes juzga y observa la eficiencia marginal del capital como la variable que realmente desestabiliza el modelo económico y la clave para resolver los problemas cíclicos. Especialmente él piensa y refleja en la TG las situaciones de crisis y depresiones con deflación.

6. Conclusiones.

Las conclusiones que deriva Keynes del modelo analítico presentado en su TG se resumen en una apología y propuesta de la intervención pública directa en materia de gasto, que permita cubrir la brecha o déficit de demanda agregada [véanse Keynes (1981), pp. 118, 119, 120-122, 149, 196-197, 285 o el capítulo 24]. A lo largo de la TG, en diversas partes del libro, manifiesta su defensa de poner en manos de las autoridades públicas, quienes sí tienen medios y posibilidades de realizar un cálculo más racional y ajustado de la eficiencia marginal del capital, las decisiones de inversión de la economía. Pero Keynes no siempre, ni necesariamente, identifica el gasto público benéfico con inversión productiva o en infraestructuras y, así, pone como ejemplos de gasto público que impulsa la demanda agregada los gastos suntuarios en pirámides y catedrales o la actividad vana de llenar botellas con dinero y enterrarlas en minas para luego buscarlas, llegando incluso a citar los terremotos y las guerras como formas de incrementar la riqueza mediante los consiguientes procesos de reconstrucción. Si bien, haciéndole justicia, más bien está pensando en viviendas, ferrocarriles, carreteras y extensión de la electricidad y el teléfono, tal como había expuesto en su artículo “*Can Lloyd George do it?*” [Keynes (1988)].

Palabras elocuentes en defensa de la intervención estatal en la inversión son: «Por tanto, en condiciones de *laissez faire*, quizá sea imposible evitar las fluctuaciones amplias en la ocupación sin un cambio trascendental en la psicología de los mercados de inversión, cambio que no hay razón para esperar que ocurra. En conclusión, afirmo que el deber de ordenar el volumen actual de la inversión no puede dejarse con garantías de seguridad en manos de los particulares...

Espero ver al Estado, que está en situación de poder calcular la eficiencia marginal de los bienes de capital a largo plazo sobre la base de la conveniencia social general, asumir una responsabilidad cada vez mayor en la organización directa de las inversiones...» [Keynes (1981), pp. 285 y 149].

En cuanto a las conclusiones propias del trabajo, se intenta derrumbar, o al menos matizar, algunos mitos e interpretaciones en exceso libres y no siempre fieles al texto de la TG, que han perdurado y siguen transmitiéndose como doctrina o ideas del propio Keynes en la TG actualmente en los centros docentes y académicos o se admiten como probados en trabajos de investigación. Aunque, por otro lado, el armazón fundamental o el mensaje central de la TG aquí expuesto sigue encontrando coincidencias con el abundante material publicado en torno a la obra central de Keynes en estas siete décadas.

Entre esas matizaciones o cambios que el trabajo intenta poner a la luz cabe señalar:

- Se defiende que no es sólo la rigidez del salario monetario, argumento distintivo del keynesianismo, lo que genera fricciones en el mercado laboral, entre otras razones porque tal rigidez era de sobra conocida y utilizada en sus argumentos por los clásicos y neoclásicos (Henry Thornton o Alfred Marshall, entre los autores que he estudiado), sino la peculiar relación entre salarios monetarios, reales y precios. Los precios se mueven con los salarios monetarios y éstos actúan en sentido inverso, no igual, sobre los salarios reales.

No es novedoso ni exclusivo de Keynes el hecho de que los mercados funcionen con rigideces e imperfecciones, si bien –como se ha señalado– el nuevo institucionalismo, retomando a Adam Smith y otros autores clásicos, así como a Alfred Marshall, F. A. Hayek y algunos aspectos de la escuela austríaca de economía, ha profundizado y aclarado la idea del funcionamiento de los mercados como instituciones, que actúan junto a otras muchas instituciones, que se afectan mutuamente, en el ámbito de un sistema (social, político, y también económico) que en modo alguno se considera perfecto y con información completa [véase Méndez Ibisate (2000)].

- El presente trabajo realiza una relativización o minoración de la importancia que suele otorgarse a la inflación de demanda en la TG, y que resulta ser una explicación o causa muy usual del problema de la inflación en modelos keynesianos.
- También destacan las lagunas y contradicciones que tratan de ponerse de manifiesto en la crítica que hace Keynes, indudable por otra parte, a la Ley de Say. Aunque sorprenden algunas de sus afirmaciones que conducen a importantes contradicciones, señaladas en el apartado correspondiente.
- El trabajo también muestra algunas características señaladas en la función de consumo que no suelen atribuirse al modelo presentado por Keynes en la TG y que, sin embargo, están ahí (aunque algunas de ellas suelen ser más propias de desarrollos de la función de consumo achacados a los “nuevos neoclásicos”), como son, por ejemplo, el análisis de consumo intertemporal que se expone en la TG y la influencia del tipo de interés a través del mismo, aunque luego lo menosprecie; la descripción y traza de una función de consumo con propensión marginal a consumir

decreciente, en lugar de constante, como suele utilizarse, y finalmente la consideración de que la insuficiencia de demanda por el lado del consumo no es el problema para la economía (desocupación y subproducción), puesto que dicha función se comporta tal como se espera de ella.

- Asimismo, destaca la escasa importancia –si no puede hablarse casi de irrelevancia– para el análisis de la TG de la trampa de la liquidez como factor que favorece o que impide salir de las depresiones y la insuficiencia de demanda, ya que la resistencia del tipo de interés a bajar proviene en realidad de la escasa elasticidad de oferta y sustitución del dinero, junto con sus muy bajos costes de almacenamiento.
- Como consecuencia de lo anterior, el trabajo incide en la escasa importancia o papel que adquiere el dinero y el mercado monetario en la TG (salvo porque determina el tipo de interés) y la menor relevancia de la demanda de liquidez y sus motivos en el modelo de la TG, a pesar de que muchos modelos teóricos y de política macroeconómica keynesianos han incidido en la importancia de este mercado y de dichos motivos de demanda de liquidez. Pero el trabajo pone de manifiesto que la TG, en momentos clave del análisis, argumenta en términos de la demanda por motivo de transacciones.

Y es que, el artículo señala en varias ocasiones la contradicción en que incurren tanto la TG como sus seguidores, cuando otorgan máxima relevancia teórica y explicativa a la demanda de dinero por motivo de especulación pero, a la hora de justificar analítica y teóricamente tanto la forma de la curva de demanda de dinero en su conjunto, como las características clave que impiden al dinero jugar un papel más sustancial sobre el tipo de interés, Keynes utiliza la demanda de dinero por motivo de transacciones como factor clave explicativo. Una demanda de transacciones que será pieza importante en el ataque monetarista de los años posteriores (décadas de los cincuenta, sesenta y setenta) contra el keynesianismo.

- Aunque no siempre se ha cometido este error en la literatura keynesiana y hay autores que han precisado este mismo punto, cabe destacar la escasa eficacia o efectividad de la política monetaria en la TG, también puesta de relieve por el trabajo.
- Sobre todo, en esta revisión de la TG se pone énfasis en que la clave de todo el análisis y armazón que sustentan el modelo reside en la eficiencia marginal del capital y, por tanto, en la formación de las expectativas a largo plazo (que son las que afectan a las decisiones de inversión), señalando que el modelo de formación o generación de expectativas es irracional en Keynes. No, como señalan algunos keynesianos y “nuevos keynesianos”, que en la formación de expectativas Keynes *también* admite la posibilidad de que éstas sean irracionales. Sino que el trabajo incide en el hecho de que las expectativas relevantes de la TG, las de largo plazo, que son las que afectan a la inversión agregada, se formulan de forma irracional por parte de los agentes privados. Y ahí residen en gran parte los problemas de depresión y desempleo: en el marco en cómo funcionan y se establecen la eficiencia marginal del capital y el tipo de interés.

El trabajo intenta señalar, además, que Keynes consideraba que, dejados los mercados y la iniciativa privada a su libre albedrío, las condiciones de la economía y

el modelo económico (de la TG) son tales que, inexorablemente, estamos abocados al desempleo y la depresión. La intervención del Estado (no en un sentido smithiano sino, valga la obviedad, en el sentido keynesiano) es, pues, ineludible. Lo que resulta bastante más contundente que las interpretaciones “suaves” (muchas veces keynesianas) de que el modelo de la TG señala algunos fallos del mercado que pueden corregirse mediante su intervención pública.

- Por último, añadir que, dado que gran parte de las consideraciones en el lado de la inversión y de la eficiencia marginal del capital quedan afectadas por factores de largo plazo (el propio proceso de inversión es largo plazo, ya que se modifica el factor fijo), y teniendo en cuenta que en la inversión y emg_k reside la esencia o razón de la insuficiencia de demanda, que a su vez es el centro de los problemas o desajustes de la economía (desocupación y falta de crecimiento económico), puede concluirse que la TG no es, en propiedad ni argumentación, un libro basado en el corto plazo. Si bien, Keynes utiliza a menudo el corto plazo para salvar su argumentación analítica y algunos aspectos teóricos de su modelo (como en algún caso se ha visto en las páginas precedentes). Keynes habla, eso sí, de crisis y depresiones y, por tanto, de ciclos. Y, si acaso, cabe aceptar que sus períodos temporales o largo plazo nada tienen que ver con lo que Marshall denominó períodos seculares (25, 50 o 100 años), pero sí van desde los tres meses a un año o más, lo que es un tiempo razonablemente largo para poder introducir cambios en el capital y procesos de inversión, que es lo que le preocupaba.

Fernando Méndez Ibisate

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BARRO, R. J., GRILLI, V. y FEBRERO, R. (1997), *Macroeconomía: teoría y política*, Madrid, McGraw-Hill.

BLANCHARD, O. (1997), *Macroeconomía*, Madrid, Prentice Hall.

COASE, R. (1982), “The Appointment of Pigou as Marshall’s Successor: Comment” [1972], en Wood, J. C. (ed.), *Alfred Marshall. Critical Assessments*, Vol. IV, Londres, Croom Helm, pp. 222-234.

COATS, A. W. (1982), “The Appointment of Pigou as Marshall’s Successor: Comment” [1972], en Wood, J. C. (ed.), *Alfred Marshall. Critical Assessments*, Vol. IV, Londres, Croom Helm, pp. 235-234.

FRIEDMAN, M. (1957), *A Theory of the Consumption Function*, Princeton, Princeton University Press. Existe traducción española como *Una teoría de la función de consumo*, Madrid, Alianza Editorial, 1973.

FRIEDMAN, M. (1967), “La metodología de la economía positiva” [1953], en *Ensayos sobre economía positiva*, Madrid, Gredos, pp. 9-44.

HAZLITT, H. (1961), *Los errores de la “Nueva Ciencia Económica”*, Madrid, Aguilar.

HUTCHINSON, T. W. (1980), *Keynes versus los «keynesianos»*, Madrid, Espasa Calpe.

JONES, T. W. (1982), “The Appointment of Pigou as Marshall’s Successor: The Other Side of the Coin” [1978], en Wood, J. C. (ed.), *Alfred Marshall. Critical Assessments*, Vol. IV, Londres, Croom Helm, pp. 302-311.

KEYNES, J. M. (1923), *A Tract on Monetary Reform*, Londres, Macmillan and Co. Existe traducción española de Carlos Rodríguez Braun, *Breve tratado sobre la reforma monetaria*, México, F.C.E., 1992.

KEYNES, J. M. (1971), *A Treatise on Money* [1930], en *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, vols. V y VI, Londres, Macmillan and St. Martin’s Press for the Royal Economic Society. Existe traducción española, *Tratado del dinero*, Madrid, Ediciones Aosta, 1996.

KEYNES, J. M. (1973), *The General Theory of Employment, Interest and Money* [1936], en *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, vol. VII, paperback ed., Londres, Macmillan and Cambridge University Press for The Royal Economic Society.

KEYNES, J. M. (1981), *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero* [1943], 2ª edición corregida (1965) 12ª reimpresión, México, F.C.E.

KEYNES, J. M. (1988), “¿Puede hacerlo Lloyd George?” [1929], en *Ensayos de Persuasión*, Barcelona Crítica, pp. 96-133.

KOTOWITZ, Y. (1998), “Moral hazard”, en Eatwell, J., Milgate, M. y Newman, P. (eds.), *The New Palgrave. A Dictionary of Economics* [1987], vol. 3, Londres, Mcmillan, pp. 549-551.

MARSHALL, A. (1965), “Remedies for Fluctuations of General Prices” [1887], en A. C. Pigou (ed.), *Memorials of Alfred Marshall*, Nueva York, Augustus M. Kelley, pp. 188-211.

MÉNDEZ IBISATE, F. (2000), “¿Deben los economistas estudiar la historia de la economía? Un análisis metodológico de nuestra materia”, *Documento de trabajo*, núm. 2000-14, Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, Universidad Complutense de Madrid. <http://www.ucm.es/BUCM/cee/050501.htm#7> o <http://www.ucm.es/BUCM/cee/doc/00-14/0014.htm>

MÉNDEZ IBISATE, F. (2003), “Mecanismos de control y reglas de política monetaria: una experiencia histórica reciente”, en *Estudios de Historia y de Pensamiento Económico. Homenaje al profesor Francisco Bustelo García del Real*, Madrid, Editorial Complutense S. A., pp. 541-566.

MÉNDEZ IBISATE, F. (2004), *Marginalistas y neoclásicos*, Madrid, Editorial Síntesis.

NORTH, D. C. (1984), *Estructura y cambio en la historia económica*, Madrid, Alianza.

RODRÍGUEZ BRAUN, C. (1986), “Debilidades en la edición del Fondo de Cultura de la «Teoría General» de Keynes”, *Investigaciones Económicas* (Segunda época), X, 2: 411-417.

RODRÍGUEZ BRAUN, C. (1997), *Grandes Economistas*, Madrid, Pirámide.

ROJO, L. A. (1984), *Keynes, su tiempo y el nuestro*, Madrid, Alianza.

SKIDELSKY, R. (1983), *John Maynard Keynes Vol. 1: Hopes Betrayed. 1883-1920*, Londres, Macmillan. Existe traducción española como *John Maynard Keynes. Esperanzas frustradas: 1883-1920*, Madrid, Alianza Editorial, 1986.

SKIDELSKY, R. (1992), *John Maynard Keynes Vol. 2: The Economist as Saviour. 1920-1937*, Londres, Macmillan.

SKIDELSKY, R. (2000), *John Maynard Keynes Vol. 3: Fighting for Freedom. 1937-1943*, Nueva York, Viking.

STIGLER, G. J. (1978), “The Literature of Economics: the Case of the Kinked Oligopoly Demand Curve”, *Economic Inquiry*, 16:2 (abril), pp. 185-204.