

NUEVAS NOTAS SOBRE CONSUMO, INVERSIÓN Y DEMANDA EFECTIVA

Author(s): P. Garegnani

Source: *El Trimestre Económico*, Vol. 45, No. 177(1) (Enero-Marzo de 1978), pp. 75-107

Published by: [Fondo de Cultura Económica](#)

Stable URL: <http://www.jstor.org/stable/20856683>

Accessed: 06-05-2015 04:09 UTC

Your use of the JSTOR archive indicates your acceptance of the Terms & Conditions of Use, available at <http://www.jstor.org/page/info/about/policies/terms.jsp>

JSTOR is a not-for-profit service that helps scholars, researchers, and students discover, use, and build upon a wide range of content in a trusted digital archive. We use information technology and tools to increase productivity and facilitate new forms of scholarship. For more information about JSTOR, please contact support@jstor.org.



Fondo de Cultura Económica is collaborating with JSTOR to digitize, preserve and extend access to *El Trimestre Económico*.

<http://www.jstor.org>

NUEVAS NOTAS SOBRE CONSUMO, INVERSIÓN Y DEMANDA EFECTIVA*

P. Garegnani

I. UN EJEMPLO DE ANÁLISIS MARGINALISTA DEL MERCADO DE PRÉSTAMOS: LA TEORÍA MONETARIA DE WICKSELL

Si bien las teorías económicas que dominaban antes de la crítica de Keynes creían en la tendencia espontánea al pleno empleo de la capacidad productiva, debían, sin embargo, explicar el hecho de que periodos de prosperidad alternaban, en la economía, con periodos de depresión en los que había desocupación y la producción en muchos sectores caía por debajo de la capacidad productiva. La explicación de estos fenómenos se encontraba en las resistencias —no muy distintas a las “fricciones” admitidas en otras partes de la teoría económica— que retardaban la acción de las fuerzas fundamentales descritas por la teoría, resistencias atribuidas en su mayoría al funcionamiento del sistema de crédito. El tratamiento de estos problemas encontraba así su lugar en una teoría monetaria separada del cuerpo principal de la teoría económica, que se ocupaba de la distribución y de los precios relativos.

Un tipo de explicación de los altibajos entre periodos de prosperidad y periodos de depresión encontraba su origen en las oscilaciones del estado de confianza psicológico, agudizadas por las compras especulativas de mercancías financiadas con préstamos bancarios cuando aumentaban los precios y por las inevitables liquidaciones posteriores apenas se presentía que los precios cambiarían en sentido contrario. Esta parece haber sido la posición de Marshall, quien consideraba que el único medio efectivo para sanear la desocupación causada por las depresiones consistía en limitar lo más posible “las inflaciones malsanas del crédito”, que son “la causa principal de cualquier malestar económico”, ya que después de éstas vendrían liquidaciones y quiebras que sacudirían el “estado general de confianza”. En el estado posterior de confianza los individuos, aunque tengan poder de compra, pueden preferir no usarlo y, sobre todo, pueden preferir no prestar capital para la creación de nuevas empresas. Habrá, por lo tanto, desocupación en los sectores que producen bienes de inversión, desocupación que tenderá a extenderse después a los sectores que pro-

* Véase *EL TRIMESTRE ECONÓMICO*, núm. 175, para consultar la primera parte de este trabajo. [Traducción de Juan Alfonso García Ruiz.]

ducen bienes de consumo.¹ No se trata, por lo tanto, según Marshall, de límites reales a la posibilidad de emplear en la producción capital adicional: el límite consiste sólo en una sobrevaloración de los riesgos, destinada a desaparecer una vez que se agoten las consecuencias de la ola anterior de optimismo.

Una explicación distinta de estos fenómenos ponía el acento en factores objetivos y en particular en el carácter discontinuo del progreso técnico. A esta orientación se encontraba allegado Wicksell, que afirmaba: “la causa principal y suficiente de las fluctuaciones cíclicas debería buscarse en el hecho de que por su misma naturaleza el progreso técnico y comercial no puede mantener el mismo paso regular que es propio en nuestros días del crecimiento de las necesidades... sino que es a veces acelerado y a veces retardado”.² De aquí, según Wicksell, las oscilaciones en la rentabilidad de las inversiones, a las que solamente con retraso se adaptaba el sistema de tasas de interés sobre préstamos monetarios, generándose, mientras tanto, fluctuaciones en los precios. Encontramos aquí la teoría monetaria de Wicksell, en la que debemos ahora detenernos brevemente. Ésta constituye de hecho el intento tal vez más importante, entre los anteriores, a la crítica de Keynes, de justificar con un análisis sistemático del mercado de préstamos monetarios (mercado en que se manifiesta, de hecho, la tasa de interés) la noción marginalista del interés como un precio determinado por la demanda y la oferta del factor productivo “capital”. Además, esta teoría se mueve en el mismo terreno en que Keynes se moverá después —el estudio del origen y de los efectos de las variaciones del gasto monetario global— y nos será, por lo tanto, útil como punto de referencia cuando más adelante discutamos la naturaleza “real” o “monetaria” de las hipótesis en que se apoyan los resultados diferentes a los que llega Keynes.

En los fundamentos de la teoría de Wicksell está la noción de una tasa de interés llamada “natural”, “normal” o “real”: la tasa en la cual *la demanda de capital de préstamo y la oferta de ahorro son exactamente iguales*.³ La tasa “natural”, afirma Wicksell, “corresponde más o menos

¹ A. Marshall, *Principles of Economics*, 8ª ed., libro VI, cap. XIII, par. 10; cf. también *Money, Credit and Commerce*, Londres, 1923, IV, III, 3.

² *Lezioni di Economia Politica*, 1ª ed. sueca, 1906, trad. inglesa realizada a partir de la 3ª ed. póstuma de Sommarin, vol. II, Londres, 1935, p. 21. Cf. también *The Enigma of Business Cycles*, 1907, “International Economic Papers”, núm. 3, 1953.

³ *Lectures*, vol. II, p. 193; Wicksell no da ninguna definición general de los “ahorros” de cuya oferta depende la tasa “natural” de interés. El contexto en el que Wicksell usa la noción parece permitir, sin embargo, la precisión de lo que debe entenderse por “oferta de ahorro”. Se trata, naturalmente, de “decisiones de ahorro” (y no de ahorros realizados: cf. en la primera

al ingreso esperado de los bienes de capital recién creados” o, como dice en otra parte, al ingreso sobre el capital que durante el periodo considerado queda “libre” y puede por ello ser “invertido” en las formas más convenientes.⁴

Ya que en condiciones normales coincidirá el rendimiento esperado con el realizado, la tasa “natural” de interés coincidirá con la tasa de interés que Wicksell en la parte real de su teoría relaciona con el conjunto de datos relativos a las cantidades disponibles de factores, a los conoci-

parte, p. 586, n. 30, del presente trabajo) y de la diferencia entre ingreso y gasto de consumo que se tendría en cada nivel de interés, en la hipótesis de plena utilización de los recursos productivos y de precios relativos (y por lo tanto distribución) de “equilibrio”. Entre los recursos que se suponen plenamente utilizados el “capital” se considera, al parecer, como acervo productivo definido en términos físicos y no como un “fluido” cuya forma física pueda modificarse: esa “fluidez” supone una reinversión continua y regular de las cuotas de amortización y no puede, por lo tanto, suponerse en el estudio del mercado de ahorros y de inversiones. Con esto no se agotan las dificultades que se presentan cuando se trata de precisar la noción de oferta de ahorro usada por Wicksell y por otros autores marginalistas. Queda por explicar cuáles son los precios relativos y la distribución de “equilibrio” supuestos en la definición de “decisiones de ahorro”. Y falta considerar qué relación puede existir entre las decisiones de ahorro y la oferta de préstamos monetarios, que es la que directamente se compara con la “demanda de capital de préstamo”. Estas dos cuestiones se considerarán más adelante (*infra.*, p. 81, n. 14 y p. 78, n. 6, respectivamente).

⁴ Esta noción de capital “libre” merece ser considerada más de cerca, ya que si por una parte explica algunas características del tratamiento que da Wicksell al gasto de inversión, por otra parte pone en evidencia las dificultades implícitas en los conceptos tradicionales de demanda y oferta de ahorro. En la época de *Geldzins und Güterpreise* (1898), Wicksell suponía que el dinero prestado a los empresarios para inversión se gastaba, en último análisis, únicamente en bienes de consumo que había que “adelantar” como salarios y rentas a los factores “originales”; *cf.*, por ejemplo, *Interest and Prices*, Londres, 1936, pp. 102-103. Estos bienes constituirían un capital “libre” o “líquido” distinguible del capital “invertido”, representado, a su vez, por los bienes de producción.

Esta noción particular del gasto de inversión es, sin embargo, errónea, a no ser que se suponga una economía en que la producción (de bienes de consumo) se realice en ciclos anuales iniciados con tierra y trabajo, sin la ayuda de ningún bien de producción. En cualquier otra hipótesis, el gasto de inversión (del que resultarán adiciones brutas o netas al conjunto de los bienes de producción existentes) se destinará, en su mayor parte, directamente a bienes de capital. Los bienes de consumo a los que renuncia el ahorrador no deberán ser en este caso producidos, por lo que se liberan recursos necesarios para la producción de bienes de capital. En estas condiciones está justificado simplificar el problema en dirección contraria a la sugerida en el *Geldzins*, es decir, suponer —como generalmente lo hace la teoría económica moderna— que el gasto de inversión en un periodo dado se destina *exclusivamente* a los bienes de producción que constituyen al final del periodo adiciones al acervo productivo existente. En este caso, sin embargo, como Wicksell reconoce en sus *Lezioni* (*cf.* trad. inglesa, vol. II, p. 192), el capital “libre” no adopta como tal ninguna forma física; y ese concepto indica solamente que —en la medida en que las decisiones en cuestión han sido *correctamente previstas en el pasado*— el resultado de la venta de los productos, en lugar de gastarse en bienes de consumo o en bienes de capital idénticos a los consumidos durante la producción, puede gastarse en bienes de capital de cualquier otra clase. La especificación relativa a la necesidad de que las decisiones corrientes de ahorro e inversión hayan sido previstas en el pasado es importante: la demanda y la oferta de ahorro implican decisiones de *tres* grupos de personas, no únicamente de dos como podría parecer a primera vista. La idea de una oferta de ahorros presupone en efecto la

mientos técnicos y a los gustos de los consumidores.⁵ Por lo tanto, la tasa natural de interés puede cambiar a causa de las modificaciones de cualquiera de esos datos. Ahora bien, sostiene Wicksell, la explicación de las variaciones en el nivel de precios se encuentra en la lentitud con que los bancos adaptan sus tasas de interés activas a las variaciones de la tasa natural.

Detengámonos a considerar dos aspectos de esta teoría. El primero consiste en la afirmación de que la tasa de interés del mercado puede ser distinta de la tasa "natural" durante periodos no despreciables; el segundo es que esta posibilidad se atribuye a la existencia del sistema bancario. En efecto, Wicksell sostiene que si los préstamos se hicieran directamente de persona a persona su oferta estaría en gran medida determinada por los ahorros monetarios; las fuerzas de la demanda y la oferta de ahorro podrían entonces actuar *directamente* sobre el mercado de préstamos monetarios y hacer que la tasa de interés volviera al nivel de la tasa natural apenas se presentase una diferencia entre las dos.⁶ Así por

coincidencia entre las decisiones de ahorro de los perceptores de ingreso y las decisiones de los productores sobre la distribución de la oferta global entre bienes de consumo y bienes de inversión: si los productores no hubiesen previsto correctamente *en el pasado* las decisiones *corrientes* de ahorro éstas se verían frustradas al menos temporalmente, y esto por razones completamente independientes de su coincidencia o no con las decisiones simultáneas de inversión. Y análogamente la idea de una demanda de inversiones presupone que los productores de bienes de inversión hayan *previsto correctamente* la composición de la demanda de inversiones: en caso contrario los inversionistas no podrían efectuar las inversiones deseadas.

⁵ Cf. *Lectures*, vol. II, pp. 205-206.

⁶ La idea de que la demanda y la oferta de préstamos monetarios aseguraría, en ausencia del sistema bancario, la tendencia de la tasa de interés del mercado hacia su nivel "natural", se basa implícitamente en el hecho de que el periodo *A*, en que se formó un cierto ingreso monetario (como efecto del gasto en consumo e inversión de ese periodo), debe preceder al periodo *B*, en que ese ingreso, una vez distribuido entre los participantes en la producción, se gasta en consumo o se presta a los empresarios. En efecto, si se pudiera suponer que los periodos de formación y gasto del ingreso monetario coinciden, la argumentación de Wicksell y las argumentaciones semejantes de otros autores marginalistas no tendrían sentido: la identidad entre los ahorros y las inversiones en un periodo dado haría que la oferta de préstamos monetarios (definida, de acuerdo con lo que suponen esos autores, por la diferencia entre ingreso monetario y gasto en consumo) coincidiera con la cantidad que se necesita para financiar cualquier volumen de inversión que los empresarios quisieran realizar y de hecho realizan. No habría, por lo tanto, en el mercado de préstamos ninguna fuerza capaz de modificar una tasa de interés corriente distinta de la tasa "natural". Debido, sin embargo, a que los dos periodos no pueden coincidir, el problema de la posibilidad de que la demanda y la oferta de préstamos conduzcan a la tasa "natural" adquiere significado. Y el problema podría resolverse en sentido afirmativo si, además, naturalmente, de admitir la existencia de una tasa "natural" (es decir, la existencia de curvas de demanda y de oferta de ahorro que se cruzan en un punto), se admitiese: *a*) que todos los "ahorros monetarios" del periodo *B* considerado (ahorros iguales a la diferencia entre el ingreso del periodo *A* y los gastos de consumo del periodo *B*) y solamente ellos constituyen la oferta de préstamos; y *b*) que todos los recursos se utilizan siempre plenamente. En efecto, si suponemos, en primer lugar, que el nivel de precios no ha cambiado entre *A* y *B*, los ahorros monetarios tenderán a coincidir con el monto en términos monetarios de las

ejemplo, cuando aumentara la rentabilidad de las inversiones, el aumento en la “demanda de capital en préstamo” se toparía con el límite que la corriente de ahorros impone a la oferta de préstamos: conduciría a un aumento en la tasa de interés del mercado hasta que no se alcanzara el nuevo nivel de la tasa “natural”.⁷ Todo esto cambia si se tiene un sistema bancario desarrollado. El volumen de préstamos bancarios se independiza de la corriente de ahorros monetarios: “concentrando en sus manos los fondos líquidos de los entes privados... (los bancos) tienen un fondo para préstamos siempre elástico y en ciertas condiciones inagotable”.⁸ Los bancos pueden entonces responder a cualquier variación en la demanda de préstamos sin modificar sus tasas de interés, y romper así el vínculo directo que une la tasa de interés del mercado a la tasa “natural”.

Pero, continúa Wicksell, si aquel vínculo particular entre las dos tasas desaparece seguirá existiendo otro: un vínculo bastante menos rígido que tiene como anillo intermedio el nivel de precios. Volvamos al ejemplo de una situación inicial de equilibrio real y monetario, en la que se efectúa un aumento en la rentabilidad de las inversiones, y supongamos que los bancos satisfacen el aumento en la demanda de préstamos con una ex-

“decisiones de ahorro” al tipo de interés vigente: esto en la medida en que los precios relativos y la distribución tienden a comportarse de acuerdo con aquellos supuestos para definir las decisiones de ahorro. Sería entonces plausible suponer que con un interés superior al “natural” no todos los que desean prestar lo logran y, por lo tanto, el interés tiende a bajar, y viceversa en el caso de que el interés del mercado sea inferior al “natural”. Queda por considerar el efecto de las variaciones del nivel de precios cuando se pasa del periodo *A*, de formación del ingreso, al periodo *B*, en que el ingreso se gasta o se presta: los ahorros monetarios tenderán a ser mayores que el monto de “decisiones de ahorro” a los precios vigentes en *B*, cuando los precios bajen, y viceversa. Pero puesto que los precios más bajos indicarían un exceso en las decisiones de ahorro frente a las de inversión, el exceso de los “ahorros monetarios” sobre las anteriores significaría un exceso en la oferta de préstamos frente a la demanda de los mismos mayor aún que el que se habría tenido con precios estables y, por lo tanto, una tendencia acentuada del interés a disminuir hacia su nivel natural. Se llega a una conclusión análoga en el caso de aumento de los precios.

La hipótesis de plena ocupación es necesaria para el razonamiento anterior porque con una caída en el nivel de ocupación los “ahorros monetarios” serían inferiores a “las decisiones de ahorro” (estas últimas, como se recordará, están referidas al ingreso de plena ocupación); el juego de la demanda y la oferta en el mercado de préstamos podría entonces adecuar la tasa de interés a su nivel natural. (También en este caso, sin embargo, las disminuciones en los precios monetarios podrían crear un exceso en la oferta frente a la demanda de préstamos, y por lo tanto podrían conducir a disminuciones en la tasa de interés, *cf.*, *infra*, p. 89, n. 29.)

⁷ “If the prospects of the employment of more capital become more promising demand will increase and will at first exceed supply; interest rates will then rise and stimulate further saving, at the same time as demand from entrepreneurs contracts until a new equilibrium is reached at a slightly higher rate of interest” (*Lectures*, vol. II, p. 193).

⁸ *Lectures*, vol. II, p. 195. Las condiciones en que el fondo a disposición de los bancos sería “inagotable” son las que Wicksell, en la parte siguiente del pasaje citado, atribuye a un “sistema crediticio puro” en que la creación de crédito no encuentra los límites puestos por los requerimientos de liquidez bancaria, a causa de la situación de los pagos con el exterior, etcétera.

pansión del crédito, sin cambiar la tasa de interés. Como los préstamos se utilizan para adquirir bienes de producción, el flujo de gasto monetario global aumentará: a un gasto de consumo inalterado en un primer momento se añadirá un gasto de inversión incrementado. Al encontrar un volumen casi fijo de productos este gasto global provocará un aumento de los precios monetarios: el aumento afectará en primer lugar los precios de los bienes de inversión, pero después, cuando el mayor ingreso monetario así formado permita que aumente el gasto de consumo, aumentarán también los precios de los bienes en consumo, y contribuirán a que ello ocurra las posibles transferencias de recursos de la producción de bienes de consumo a la de bienes de inversión.⁹ Considerando que las tasas monetarias de remuneración tienden a aumentar en la misma proporción que los precios, la rentabilidad de las inversiones seguirá siendo superior a la tasa de interés del mercado, y mientras esta última permanezca inalterada el proceso inflacionario continuará.¹⁰ Un proceso análogo pero en dirección contraria ocurriría cuando la tasa “natural” de interés disminuyera y los bancos no modificaran la tasa de mercado.¹¹ Pero, concluye Wicksell, serán precisamente estos procesos acumulativos de inflación o deflación los que obligarán finalmente a los bancos a aumentar o disminuir la tasa de interés de mercado hacia su nivel “natural”,¹² el único que permite la estabilidad de precios.¹³

⁹ “Owing to the increased income... the prices of consumption goods will begin to rise, the more so as the factors of production previously available are now withdrawn for future production” (*Lectures*, vol. II, p. 194). En la medida en que la expansión monetaria provoca transferencias de recursos de la producción de bienes de consumo a la de bienes de inversión, se lleva a cabo una acumulación real mayor que la que se habría tenido con la tasa de interés natural. La tasa de interés natural tendería entonces a ser menor que la que sería si no hubiera habido expansión monetaria, por lo que se aproxima a la tasa de interés de mercado. Wicksell admite este efecto, pero lo considera de importancia secundaria, con base evidentemente en la hipótesis de una elevada elasticidad de la demanda de capital (*cf. Lectures*, vol. II, pp. 198-199).

¹⁰ *Lectures*, vol. II, pp. 195-197.

¹¹ *Ibid.*, p. 200.

¹² *Ibid.*, vol. II, p. 201.

¹³ De la definición de tasa natural de interés en términos de la igualdad entre “demanda de capital de préstamo y oferta de ahorros”, Wicksell concluye que esa tasa asegura la constancia del “nivel de precios”. Sin embargo, no parece posible, en general, dar un significado riguroso a esa constancia. Si ninguno de los datos de la situación considerada cambiara la existencia de la tasa “natural” aseguraría, una vez establecidos los precios relativos de equilibrio, la constancia de todos los precios monetarios. Pero aun ignorando la posibilidad de cambios en otros datos las inversiones realizadas provocarían, en general, cambios en el acervo productivo y por lo tanto en las cantidades producibles, en la tasa natural de interés y en los precios relativos. En estas condiciones, aunque se suponga que la tasa de interés corriente se adapta instantáneamente a su nivel natural, no se podría afirmar, con rigor, la constancia de un nivel específico de precios (*cf. ibid.*, p. 195, donde Wicksell admite que un aumento en el nivel de precios puede ser compensado parcialmente por un aumento en la producción debido a la acumulación de capital). La constancia del nivel de precios a que se refiere Wicksell es

Parece que la teoría que hemos expuesto brevemente manifiesta con claridad las razones (a menudo implícitas) que los teóricos marginalistas tenían para sostener que la separación entre las decisiones de ahorro y las decisiones de inversión, o la acción de factores puramente monetarios en el mercado de préstamos, no podrían poner en peligro, sino temporalmente, la tendencia a la plena utilización de los factores productivos. El elemento en el que se apoyaban era la elasticidad con respecto al interés de la demanda de capital:¹⁴ esa elasticidad permitiría que la tasa de in-

por ello entendida en el sentido amplio de que si la tasa de interés se mantiene siempre en su nivel natural el precio monetario de una mercancía compuesta suficientemente representativa de la composición del producto social no puede sufrir más que variaciones pequeñas durante un periodo no excesivamente largo.

¹⁴ Es tal vez oportuno discutir aquí algunas particularidades de la "demanda de capital de préstamo" de Wicksell. En *Geldzins und Güterpreise* Wicksell parece explicar el aumento de la demanda de "capital de préstamo" cuando disminuye la tasa de interés, por el incentivo que la diferencia creciente entre la tasa de ganancia que puede obtenerse en la producción (igual a la tasa "natural" del interés) y el interés de mercado ofrecería para expandir la escala de la producción global (cf. *Interest and Prices*, pp. 89-90; también *Lectures*, vol. II, pp. 195-196).

Esta explicación plantea el problema ya señalado (*supra*, p. 76, n. 3) de los precios relativos y la distribución, que son supuestos en la definición de la demanda y de la oferta de ahorro en la teoría tradicional. Existen a primera vista dos hipótesis posibles: a) que los precios relativos y la distribución del producto entre salarios, rentas y cuasi-rentas sean independientes de la tasa de interés supuesta en el mercado de préstamos y se determinen por otras condiciones; b) que los salarios, las rentas de los recursos naturales y los precios relativos de los productos sean los de la situación de equilibrio definida por la tasa de interés supuesta en el mercado de préstamos (cf. en la primera parte de estas notas, p. 591, n. 35), y quedan determinados como residuos las cuasi-rentas del acervo productivo. La hipótesis a) es aquella en la que se basa la explicación de la demanda de "capital de préstamo" del *Geldzins*: dada, independientemente de la tasa de interés supuesta para los préstamos, la tasa de ganancia que puede lograrse en la producción, la búsqueda del beneficio máximo llevaría no sólo a modificar los métodos de producción existentes (las proporciones entre los factores), sino, también y sobre todo, a modificar la escala de todas las producciones (mediante, también, variaciones en el número de empresas), reduciendo la producción hacia cero si la tasa de interés es superior a la tasa de ganancia y aumentándola indefinidamente en el caso contrario. Esta explicación de la demanda de fondos para inversión no parece, sin embargo, aceptable. Puesto que en la teoría tradicional se supone que el trabajo y los recursos naturales tienden siempre a la plena utilización, la tendencia a modificar la *escala* de la producción global provocará solamente variaciones en las remuneraciones reales del trabajo y de los recursos naturales, por lo que se elimina a sí misma apenas empieza a manifestarse. Las decisiones de inversión encaminadas a cambiar la escala de la producción se verán entonces anuladas cuando, al empezar a realizarse, la distribución y los precios relativos (incluyendo los de los bienes de capital de los que depende la elección de los métodos de producción) se adecuen a la tasa de interés vigente en el mercado de préstamos. La tendencia a modificar las proporciones entre el capital y los factores "originales", como se suponía en la discusión desarrollada en la primera parte de estas notas (cf. ahí mismo, pp. 591-595), será entonces la única que defina la demanda de fondos para inversión: es decir, conforme a la hipótesis b). Consideraciones análogas son válidas para la oferta de ahorros, que sufrirá también el efecto de las variaciones en la distribución y en los precios relativos. La hipótesis b) parece por ello más adecuada para representar las fuerzas que según la teoría tradicional determinan a la larga la demanda de fondos para inversión y la oferta de ahorros. Esta conclusión se ve reforzada cuando se advierte que las variaciones en la tasa de interés a

terés equilibrara las decisiones de inversión y de ahorro mediante la acción de la oferta y la demanda en el mercado de préstamos monetarios; si los factores monetarios obstaculizaran este mecanismo la misma elasticidad aseguraría que ante cambios en el gasto global debidos al desequilibrio entre las decisiones de ahorro y de inversión las modificaciones en la tasa de interés serían suficientes para restablecer el equilibrio. Wicksell tiene el mérito de haber presentado una versión suficientemente precisa y sistemática de esta línea de pensamiento, aun cuando al hacerlo demostrara que el vínculo entre las decisiones de ahorro y de inversión deberá ser frecuentemente indirecto.¹⁵

No nos puede sorprender, por lo tanto, que Wicksell no encuentre en el análisis del mercado de préstamos elementos que puedan poner en duda las conclusiones de teoría "real" acerca de la tendencia al pleno empleo de los factores: él atribuye a los cambios en el gasto monetario efectos sobre el nivel de precios, y no sobre el nivel de la producción y de la ocupación de los factores. La justificación específica de esto se encuentra en dos elementos que se complementan entre sí. Por un lado se trata de la idea de que si se presentara una desocupación de los factores "originales" la competencia entre sus poseedores provocaría una disminución en las respectivas tasas monetarias de remuneración. Esto hacía plausible la hipótesis de que los precios tendieran a disminuir a la par que el gasto monetario, sin que cambiara prácticamente el volumen de la producción. Por otra parte, esa hipótesis no conducía a imaginar un absurdo proceso de deflación o inflación indefinidas de los precios: en efecto, la elasticidad

largo plazo, consideradas permanentes, pueden inducir a los empresarios a revisar en la misma dirección la tasa de ganancia esperada de las nuevas inversiones, antes de que esa revisión les sea impuesta por la competencia en los mercados de productos y de factores.

Wicksell parece haberse dado cuenta de esto. En efecto, en las *Lectures* modifica en cierta medida su posición anterior, y explica la dependencia de las inversiones respecto de la tasa de interés en términos, sobre todo, del incentivo a modificar las proporciones entre "capital" y trabajo (cf., por ejemplo, *Lectures*, vol. II, p. 195, la referencia a "increasing roundaboutness which is undoubtedly invoked by a fall in interest rates"). La indecisión de Wicksell para aceptar exclusivamente este segundo punto de vista se debe probablemente a la dificultad de admitir una rápida adaptación de la distribución y de los precios relativos a la tasa de interés sobre préstamos o, también, a la dificultad de suponer que los empresarios prevén con suficiente precisión tales efectos. Sin embargo, como la hipótesis a) es todavía menos aceptable, esas dificultades parecen inherentes a la idea misma de funciones de demanda y de oferta de ahorro.

¹⁵ Eran frecuentes las alusiones en este sentido en otros autores marginalistas. Véase, por ejemplo, la argumentación de Marshall en *Money, Credit and Commerce*, de que una afluencia de metales preciosos provocaría al principio una baja en las tasas de interés, las que después volverían a subir por el aumento provocado de los precios, con lo que se confirma el principio general de que la media en el tiempo de las tasas de interés sobre préstamos a largo plazo estaría determinada por "la extensión y riqueza del campo disponible para la inversión del capital, por un lado, y, por el otro, por el monto del capital que busca ser invertido" y no por factores monetarios (*op. cit.*, Londres, 1923, libro IV, par. 2, pp. 255-256).

dad de la demanda de capital de préstamo aseguraba la existencia de una tasa “natural” de interés a la que los bancos habrían podido, y finalmente habrían debido, adecuar la tasa monetaria de interés. Resultaba por lo tanto natural para Wicksell suponer que cualquier subutilización del acervo productivo y de los factores originales sólo podría ser temporal, y en consecuencia despreciable, en un análisis desarrollado en el nivel más general.¹⁶

II. LA TEORÍA DE KEYNES Y LA RIGIDEZ DE LOS SALARIOS MONETARIOS

Debemos pasar ahora al tema principal de la segunda parte de estas notas, y considerar las razones por las cuales Keynes, aunque partiendo de premisas similares a las de Wicksell, llegó a conclusiones radicalmente distintas. Seguiremos un camino que nos llevará de la discusión de la hipótesis de la rigidez de los salarios monetarios al examen de la crítica keynesiana a la teoría tradicional del interés, para llegar finalmente a la identificación de las cuestiones de teoría “real” que a nuestro parecer resumen el contraste entre Keynes y los economistas “ortodoxos”.

El cuadro que Keynes nos presenta es en sus rasgos más simples el siguiente. Como en Wicksell, el sistema de tasas de interés aparece determinado en primer lugar por factores monetarios. Keynes enfoca el problema de la tasa de interés desde el punto de vista de la demanda y la oferta del fondo de medios monetarios. La demanda de dinero, o “preferencia por la liquidez”, se explica, además de por los dos motivos tradicionales, el de “transacciones” y el de “precaución”, por el “motivo de especulación”, que expresa la preferencia por el dinero como forma de poseer riqueza por parte de los que temen disminuciones en el valor de los títulos de crédito (= aumentos en la tasa de interés), o tratan de sacar provecho de esas disminuciones (o esos aumentos). La demanda de dinero por este motivo deberá, según Keynes, ser elástica con respecto a la tasa de interés, ya que cuanto menor sea la tasa de interés mayor será el riesgo de su aumento en el futuro y menor la compensación de este riesgo representada por el interés mismo.¹⁷ La tasa de interés aparece entonces como el precio destinado a equilibrar, no la demanda y la oferta de ahorro, sino

¹⁶ En las *Lecciones* hay una referencia a la posibilidad de que los aumentos en la demanda monetaria sean satisfechos en parte por aumentos en la producción que pueden ocurrir a causa de una desocupación anterior de los recursos productivos. Esta posibilidad es, sin embargo, considerada de importancia secundaria e ignorada en el resto del argumento (*Lectures*, vol. II, p. 195).

¹⁷ *General Theory*, Londres, 1936, pp. 201-202.

más bien el deseo de tener riqueza en forma de dinero y la cantidad disponible de este último, determinada por las autoridades monetarias. La tasa de interés queda entonces determinada una vez que se conocen “la preferencia por la liquidez” y la cantidad de dinero. Las decisiones de inversión, por otra parte, dependen de la tasa de interés, de acuerdo con la “función de la eficacia marginal del capital”: determinada la tasa de interés queda determinado también el monto de las decisiones de inversión medido en términos “reales”, es decir, en términos del salario unitario.¹⁸

No hay razón, por lo tanto, para que el monto de las inversiones deba coincidir con el de los ahorros correspondiente al nivel de ingreso de pleno empleo de los factores. El equilibrio requiere, sin embargo, la igualdad de las dos cantidades: si ésta no se realiza, el gasto monetario global tenderá a variar.

Es preciso distinguir en este punto entre el caso en que las decisiones de inversión superan a los ahorros de pleno empleo y el caso en que sucede lo contrario. En el primero se logra el equilibrio, según Keynes, mediante un proceso similar al visto ya en Wicksell: como resultado del aumento de los precios y de los salarios monetarios el valor monetario del ingreso nacional (y en consecuencia la demanda de dinero por el motivo de “transacciones”) aumentará hasta provocar un aumento en la tasa de interés suficiente para eliminar la causa de la inflación.¹⁹ En el análisis del segundo caso, Keynes, por el contrario, introduce la “función de la propensión al consumo”, y con ella la parte más original de su análisis. Se establece la hipótesis de que si aumenta la ocupación y permanecen iguales las demás condiciones, la colectividad aumenta su consumo, pero en menor cantidad que en la que aumentó el ingreso. Se demuestra entonces cómo, cuando las decisiones de inversión sean inferiores a las de ahorro, la igualdad entre ambas se realizará mediante la contracción del producto nacional. De esta manera se establece la posibilidad de que se den situaciones de “equilibrio” con desocupación del trabajo y con utilización parcial del acervo productivo.²⁰

¹⁸ Keynes homogeniza las diversas calidades de trabajo, aplicando a éstas las relaciones entre sus respectivas tasas de salario, relaciones que supone constantes (cf. *General Theory*, p. 41).

¹⁹ Cf., por ejemplo, *ibid.*, p. 202.

²⁰ El nivel de equilibrio de la ocupación es analizado por Keynes en términos de curvas de demanda y de oferta globales (*ibid.*, pp. 23-25). Dada la tasa monetaria de salario, a cada nivel de ocupación del trabajo corresponderá un nivel de ingresos monetarios tal que los empresarios no tengan ningún incentivo para aumentar o disminuir la ocupación. Se obtiene así la curva de la oferta global, que expresa la forma en que el “precio global de oferta del producto de un volumen dado de ocupación”, precio medido en unidades-salario, cambia al cambiar la ocupación. A cada volumen de ocupación corresponde, por otra parte, una cierta

Esta conclusión de Keynes se opone de manera evidente a la que Wicksell había obtenido de su análisis del caso en que la tasa de interés era inicialmente superior a la "tasa natural". Las razones de este contraste no pueden dejar de buscarse en primer lugar en la diferencia más evidente entre las hipótesis en que se apoyan las dos teorías: la flexibilidad de los salarios supuesta por Wicksell y negada por Keynes. Wicksell, como hemos visto, suponía que los precios y los salarios tendían a disminuir en la misma proporción en que disminuía el gasto global: este proceso deflacionario de precios y salarios era precisamente el que terminaría por obligar a los bancos a fijar la tasa de interés a su nivel "natural". Keynes supone, por el contrario, que cualquier deficiencia en las decisiones de inversión respecto de las de ahorro se refleja en disminuciones del gasto total *medido en unidades-salario*: supone, por lo tanto, que el salario monetario no disminuye, o, mejor, que no disminuye en la misma proporción en que disminuye el gasto monetario. Establecido esto, tendrá que ocurrir una contracción de la producción, ya que los empresarios no podrán seguir produciendo con pérdida o con ganancias inferiores a las normales. Debemos, por lo tanto, preguntarnos hasta qué punto es posible sostener las tesis de Keynes cuando se admite, con Wicksell, que la competencia de los trabajadores desocupados provoca una tendencia a disminuciones continuas del salario monetario. ¿No habría que concluir entonces que los "equilibrios" de subempleo son relativos al tiempo necesario para que se verifique una disminución suficiente de los salarios monetarios?

Keynes, como es sabido, negó que la novedad de sus conclusiones se debiera a la hipótesis de la rigidez de los salarios monetarios. El capítulo XIX de la *General Theory* está dedicado a esta cuestión. Su argumentación se desarrolla en dos estadios. Primero, Keynes supone que la disminución del salario monetario no modifica la función de la propensión al

"propensión al consumo": es decir, el consumo, medido en unidades-salario, que se tendría con la distribución del ingreso y los precios relativos supuestos en la definición del "precio global de oferta" del producto correspondiente a ese nivel de ocupación (sobre la relación, en Keynes, entre el nivel de ocupación, la distribución y los precios relativos, *cf.*, *infra*, p. 100, n. 53). Si se suma a la curva de la propensión al consumo el gasto de inversión, se obtiene la curva de demanda global que, bajo la hipótesis sobre el comportamiento del consumo mencionada en el texto, intersectará en un punto, y desde arriba, la curva de la oferta global: este punto indicará el nivel de ocupación de equilibrio. En efecto, si la ocupación fuera mayor los empresarios se verían estimulados a reducir el número de trabajadores ocupados: el gasto global en unidades-salario sería inferior al "precio de oferta" de ese producto, aunque fuese igual al gasto, indicado en la curva de demanda, que se tendría con un ingreso disponible igual al precio de oferta; el gasto será, por lo tanto y con mayor razón, inferior al "precio de oferta" si, a causa de la demanda insuficiente, el ingreso disponible es él mismo inferior al "precio de oferta". Por razones análogas los empresarios se verían estimulados a aumentar la producción cuando se tuviese inicialmente una ocupación inferior a la de equilibrio.

consumo, la función de la eficiencia marginal del capital, o la tasa de interés. En este caso la disminución de los salarios no podría provocar aumentos permanentes de la ocupación y del ingreso real.²¹ La disminución de los salarios podrá influir en la ocupación *únicamente* por medio de sus efectos sobre la propensión al consumo, sobre la función de la eficiencia marginal del capital y sobre la tasa de interés. Keynes, después de considerar los efectos sobre la propensión al consumo y sobre la eficiencia marginal del capital, concluye que en una economía cerrada éstos serán negativos en lugar de positivos, con respecto a la ocupación.²² Keynes pasa entonces a considerar los efectos sobre la tasa de interés: sólo se podrán referir a ellos los que consideren que la flexibilidad de los salarios puede llevar al pleno empleo. Sin embargo, si la cantidad de medios monetarios disponibles se reduce con el ingreso monetario, “no se puede esperar nada en esta dirección”. Si, por el contrario, esa cantidad permanece casi constante, continúa Keynes, se podrán tener efectos sobre la tasa de interés análogos a los que las autoridades monetarias podrían lograr si adquirieran títulos en el “mercado abierto”. En ambos casos la cantidad de dinero aumenta relativamente al ingreso monetario; una mayor cantidad de dinero queda entonces disponible para satisfacer la demanda de dinero originada por el “motivo especulación” y, dada esta demanda, la tasa de interés debe disminuir. En consecuencia, afirma Keynes, las disminuciones de los salarios monetarios, además de las desventajas propias de este modo particular de aumentar la oferta relativa de dinero, encuentran, en sus efectos sobre la tasa de interés, límites análogos a los de las operaciones en el mercado abierto: puesto que estas últimas pueden tener solamente una influencia poco importante sobre las tasas de interés a largo plazo cuando el aumento de la cantidad de dinero es moderado, y pueden, por el contrario, tener efectos desfavorables sobre el estado de confianza cuando el aumento es considerable, de la misma manera una disminución moderada de las tasas monetarias de salario resultará insuficiente, y una disminución considerable podrá sacudir el estado de confianza. Keynes

²¹ Ya que, según Keynes, el ingreso real de equilibrio se determina unívocamente por estos tres elementos, no puede cambiar si no cambian éstos. De tal manera que si ante disminuciones en los salarios los empresarios aumentasen la producción suponiendo que no va a cambiar la demanda monetaria de productos, sus expectativas se verían frustradas: al nivel mayor de ingreso real las decisiones de inversión serían inferiores a las de ahorro y el gasto global no sería suficiente para comprar la producción a precios normales (cf. *General Theory*, pp. 261-262).

²² Las conclusiones de Keynes sobre los efectos de las disminuciones de los salarios monetarios sobre la propensión al consumo se han discutido a partir del así llamado “efecto Pigou”, cuya importancia para los fines de nuestra argumentación se discutirá más adelante (p. 96, n. 45).

concluye afirmando resueltamente: “no hay ningún motivo para creer que una política flexible de salarios sea capaz de mantener un estado de continua ocupación plena, como no lo hay para pensar que una política monetaria de intervención en el mercado abierto sea capaz de lograr este resultado por sí sola”.²³

Tendremos la oportunidad de volver más adelante sobre esta argumentación de Keynes y de discutir sus límites. Lo que nos interesa observar por el momento es la manera en que la hipótesis de la rigidez de los salarios monetarios no es por sí sola suficiente para explicar el contraste entre las conclusiones de Keynes y las de los economistas tradicionales: la flexibilidad de precios y de salarios llevaría al pleno empleo de los factores únicamente si pudiese influir en la tasa de interés, de modo de igualar las inversiones a los ahorros de pleno empleo. Keynes niega que la tasa de interés tenga el papel de factor de equilibrio, y es *aquí* donde su camino se separa del de Wicksell y de los otros economistas “ortodoxos”.

Empiezan a surgir dos resultados de esta discusión preliminar. El primero confirma lo que se había afirmado en la primera parte de estas notas: ²⁴ el origen del contraste entre Keynes y los economistas ortodoxos debe buscarse en la teoría de la tasa de interés. El segundo resultado se refiere a la *naturaleza* particular del contraste en la cuestión de la tasa de interés: la conclusión de Keynes en el sentido de que no existe una tendencia al pleno empleo de los factores se basa no tanto en la teoría particular del interés que él sostiene, sino en el rechazo de la teoría tradicional, según la cual el interés se determina por la demanda y la oferta de ahorro. Este segundo punto encuentra su expresión tal vez más significativa en un claro, aunque poco advertido, pasaje de Keynes. En éste, al referirse a su propia teoría y al origen de ella afirma: “la novedad inicial consiste en mi afirmación de que *no* es la tasa de interés, sino el nivel de ingreso lo que garantiza la igualdad entre ahorro e inversión. Los argumentos que conducen a esta conclusión son *independientes* de mi posterior teoría del interés y de hecho llegué a ella antes de llegar a la segunda teoría. Pero el resultado de esto consistió en dejar en el aire la tasa de interés. Si la tasa de interés no se determina por el ahorro y la inversión, así como el precio se determina por la oferta y la demanda, ¿en qué for-

²³ *General Theory*, p. 267. Cf. también el pasaje en el que Keynes, después de establecer la hipótesis de constancia de los salarios monetarios, afirma: “But this simplification... is introduced solely to facilitate the exposition. The essential character of the argument is precisely the same, whether or not money wages... are liable to change” (*General Theory*, p. 27).

²⁴ EL TRIMESTRE ECONÓMICO, núm. 175, pp. 586-587.

ma se determina? Sólo después (de haber fallado los intentos en otra dirección) llegué a lo que ahora considero la verdadera explicación.”²⁵

Es por lo tanto en la crítica tradicional del interés, más que en la hipótesis de la rigidez de los salarios monetarios, donde hay que buscar el origen de las conclusiones de Keynes. Debemos dirigir nuestra atención a esta crítica, contenida en el capítulo XIV de la *General Theory*. Si esta crítica fuera satisfactoria la hipótesis de la rigidez de los salarios monetarios aparecería como la consecuencia, y no como el origen, de la tesis de que no existe una tendencia al pleno empleo de los factores: el supuesto de que los salarios son flexibles obligaría a admitir un absurdo proceso de deflación ilimitada de precios y salarios cuando las inversiones fueran inferiores a los ahorros de pleno empleo.²⁶

III. LA CRÍTICA KEYNESIANA DE LA TEORÍA TRADICIONAL DEL INTERÉS

La crítica que Keynes dirige a la teoría tradicional del interés parece consistir en dos elementos. Por un lado está la acusación de que la teoría es indeterminada: en cada nivel de utilización de la capacidad productiva se tiene un ingreso real distinto, y por lo tanto una función distinta de la oferta de ahorro; dada la función de la eficiencia marginal del capital, se tienen, entonces, no una, sino varias tasas de interés para las cuales las decisiones de inversión y de ahorro son iguales, una para cada nivel de ingreso real.²⁷ Por otro lado está la tesis de que el interés constituiría no el precio del ahorro, sino el precio necesario para inducir a los individuos a tener riqueza en forma distinta a la del dinero.

La primera crítica, sin embargo, no parece bien fundada. Empecemos por admitir, de acuerdo con esa teoría del interés y en el contexto de la teoría tradicional, las dos hipótesis siguientes: a) que en cada nivel de ingreso real existe por la acción de la oferta y de la demanda de préstamos en ese nivel de ingreso real una tendencia de la tasa de interés a variar hacia el nivel en el cual los valores de las dos funciones son iguales;²⁸ b) que el salario monetario es flexible en presencia de desocupación.

²⁵ “Alternative theories of the rate of Interest”, *Economic Journal*, 1938, p. 250.

²⁶ Hay que observar que la rigidez de los salarios monetarios, necesaria para que los precios en la teoría de Keynes tengan suficiente estabilidad, no excluye que la realidad de la desocupación pueda influir sobre el comportamiento en el tiempo de los salarios monetarios. Sólo excluye una tendencia de los salarios a disminuir indefinidamente mientras haya desocupación (cf., *infra*, p. 105, n. 58).

²⁷ *General Theory*, pp. 179-182.

²⁸ Si no se acepta esta hipótesis, la crítica de la teoría tradicional consistiría en el examen

Supongamos ahora un nivel de inversión insuficiente para asegurar la plena ocupación del trabajo: por la hipótesis *b*) ocurrirán disminuciones en el salario monetario. Como Keynes lo admite en su discusión sobre las disminuciones en los salarios monetarios, se podrá entonces suponer que los empresarios reaccionan aumentando en un primer momento la producción, con la esperanza de que la demanda de productos en términos monetarios no cambie. Esta esperanza no podrá quedar ahora totalmente frustrada, ya que, toda vez que se ha desplazado hacia la derecha la oferta de ahorros "reales" se tendrá, por la hipótesis *a*), una tendencia de la tasa de interés a disminuir:²⁹ el aumento resultante de las inversiones permitirá que se mantenga, al menos en parte, el aumento de ocupación que se dio inicialmente. Puesto que mientras haya desocupación habrá, por la hipótesis *b*), disminuciones en los salarios monetarios, este proceso llevará a la plena ocupación. Por lo tanto, la oferta de ahorro correspondiente al nivel de plena ocupación es *la única* a la cual la teoría en cuestión debe hacer referencia en la determinación de la tasa de interés de equilibrio; y la dependencia de la oferta de ahorro respecto del nivel de ocupación no justifica la acusación de indeterminación de la teoría que hace Keynes.³⁰

(Se puede llegar a conclusiones análogas si se sostiene, como Wicksell

de las razones por las cuales se rechaza la hipótesis, y no en el de la indeterminación de la teoría.

²⁹ En la teoría tradicional no parece necesario, sin embargo, suponer un incremento de la producción para que a las disminuciones del salario monetario *siga una disminución del interés. En efecto, referimos los "ahorros monetarios" del periodo corriente al ingreso formado en un periodo anterior como consecuencia del gasto en ese periodo (cf., supra, p. 78, n. 6); con los menores salarios y precios corrientes, esos ahorros superarán en general el valor monetario de una inversión "real" constante: la oferta de préstamos definida por aquellos "ahorros monetarios" tenderá por lo tanto a ser mayor que la demanda, y la tasa de interés tenderá a disminuir.*

³⁰ Keynes parece admitir que la variación de los salarios monetarios puede justificar la hipótesis de un ingreso real dado, propia de la teoría tradicional. Así, en un pasaje, escribe: "The position could only be saved by some complicated assumption providing for an automatic change of the wage unit just sufficient in its effect on liquidity-preference to establish a rate of interest which would just offset the supposed shift (of the marginal efficiency of capital), so as to leave output at the same level as before" (*General Theory*, pp. 179-180). Pero al introducir la "preferencia por la liquidez", Keynes sobrepone aquí su propia teoría a la tradicional. El siguiente pasaje parece más pertinente en relación con esa teoría: "If there is a negligible demand for cash from the speculative-motive, except for a short transitional interval, an increase in the quantity of money will have to lower the rate of interest almost forthwith, in whatever degree is necessary to raise employment and the wage unit sufficiently to cause the additional cash to be absorbed by the transaction motive and the precautionary motive" (*General Theory*, p. 171). Keynes se refiere aquí a aumentos en la cantidad de dinero, pero las mismas conclusiones son válidas para disminuciones en el salario monetario, si se mantiene constante la cantidad de dinero. Es difícil advertir cómo puede conciliar esto con la mencionada indeterminación de la teoría tradicional.

lo hace, que la presencia del sistema bancario hace inaceptable la hipótesis *a*), pero se admite al mismo tiempo que los bancos pueden, y finalmente deben, hacer que la tasa de interés regrese a su nivel "natural".)

Debemos por lo tanto limitar nuestra atención a la segunda crítica de Keynes, que puede resumirse diciendo que la teoría tradicional del interés no ha tenido en cuenta los efectos derivados del papel del dinero como reserva de valor. Cuando se considere adecuadamente este papel deberá admitirse, afirma Keynes, que la demanda global de dinero depende de la tasa de interés y de la existencia del flujo de cambios monetarios: como hemos visto en la sección anterior, la demanda de dinero será, dado un valor monetario de la producción, tanto mayor cuanto menor sea la tasa de interés; esta última tiene entonces el papel de garantizar la igualdad entre la cantidad de dinero disponible y determinada por las autoridades monetarias, y la demanda del mismo, y no el de igualar la demanda y la oferta de ahorro.³¹

En esta segunda crítica Keynes se limita a contraponer su propia teoría del interés a la tradicional, y la fuerza de su argumentación deriva únicamente de la de la teoría que él propone. Ahora bien, mientras la idea de que la demanda de dinero depende de la tasa de interés —muy en consonancia con los principios marginalistas si se presenta en términos de igualdad en el margen entre el sacrificio de liquidez y la remuneración del mismo— ha sido generalmente aceptada en la bibliografía económica posterior, no ha sucedido lo mismo a la crítica de la teoría del interés, en la cual Keynes quiso basar su propia teoría. Veremos, en efecto, en la próxima sección cómo se ha tratado de demostrar que la tasa de interés puede igualar tanto la demanda y la oferta del fondo de medios monetarios, como la demanda y la oferta de ahorro.

Estos intentos por rehabilitar el análisis tradicional se han visto indudablemente favorecidos por la impresión de que la teoría del interés de Keynes no se opone a la tradicional en el terreno en que esta última se desenvuelve mediante formulaciones como la de Wicksell: es decir, cuando se consideran las tendencias de fondo destinadas a superar en el largo plazo los obstáculos puestos por otros muchos factores.

Juzgada en este terreno, la teoría del interés de Keynes no parece satisfactoria. La cantidad de dinero demandada por el motivo especulativo, afirma Keynes, no depende tanto del nivel absoluto de la tasa de interés, como del grado en que ésta es inferior al nivel que los diversos

³¹ Cf., por ejemplo, *General Theory*, p. 167.

poseedores de riqueza esperan en el futuro.³² La posición de la curva de la demanda especulativa de dinero, y con ella la tasa de interés, depende por lo tanto de las expectativas respecto de la evolución futura de esta última. Pero estas expectativas, en ausencia de un análisis posterior de ellas, introducen un grave elemento de indeterminación en la teoría. Así, si se supone que las tasas de interés esperadas tienden, aunque sea con cierto retraso, a moverse en forma paralela a la tasa vigente de interés, vendría a menos la principal de las razones que Keynes aduce en apoyo de una elasticidad de la demanda especulativa de dinero con respecto al interés: la diferencia creciente entre las tasas esperadas y la tasa corriente cuando disminuye esta última. Esta consideración se ve reforzada cuando se observa que la oferta de dinero destinada a satisfacer la demanda especulativa puede variar únicamente como efecto de las variaciones del valor monetario de la producción global, o de la política de las autoridades monetarias: es difícil suponer que estas dos circunstancias no influyen de alguna manera en las tasas de interés esperadas. Keynes ciertamente reconoce esta posible inestabilidad de las expectativas, de la que dependería la tasa de interés del mercado, y la tiene en cuenta cuando admite la posibilidad de desplazamientos de la curva de demanda especulativa de dinero ante, por ejemplo, una política de expansión monetaria de la banca central.³³ Pero es evidente que en la medida en que es probable que la demanda especulativa se desplace al variar la oferta monetaria, el análisis de Keynes pierde buena parte de su significado: como cualquier otro análisis en términos de demanda y oferta, éste presupone una suficiente independencia recíproca de las dos funciones.

Por esto la teoría de Keynes necesita suponer una considerable estabilidad de las expectativas relacionadas con la tasa de interés, estabilidad que puede ser justificada basando tales expectativas en opiniones suficientemente firmes de los poseedores de riqueza respecto de lo que constituye un nivel "normal" de la tasa de interés. Parece que esto era lo que Keynes ponía como base de la demanda "especulativa" de dinero.³⁴ Pero cuando la teoría de la preferencia por la liquidez se interpreta en esta forma muestra claramente su insuficiencia como análisis a largo plazo de la tasa de

³² "... what matters is not *absolute* level of 'r' but the degree of its divergence from what is considered a fairly safe level of 'r' having regard to those calculations of probability which are being relied on" (*General Theory*, p. 201).

³³ Cf., por ejemplo, *General Theory*, pp. 197-198.

³⁴ "The actual value (of the rate of interest) is largely governed by the prevailing view as to what its value is likely to be. Any level of interest which is accepted with sufficient conviction as likely to be durable *will* be durable: subject of course in a changing society to fluctuations for all kinds of reasons round the expected normal" (*General Theory*, p. 203).

interés: el promedio en el tiempo de la tasa de interés sobre préstamos a largo plazo resulta determinado en gran parte por las opiniones acerca de la tasa "normal" de interés, opiniones que la teoría misma no está en posibilidad de explicar.

La observación de esta debilidad, por ejemplo, ha dado pie a una defensa de la teoría tradicional más directa que la que tendremos ocasión de considerar en la próxima sección: en efecto, la opinión corriente sobre el nivel normal del interés ha sido explicada por algunos autores en términos de las valoraciones sustancialmente correctas de la tasa de interés necesaria para igualar, como promedio en el largo plazo, las inversiones a la capacidad de ahorro de la economía.³⁵ Esta defensa de la teoría tradicional no parece suficientemente justificada, pero el hecho mismo de que haya podido proponerse sirve para indicar la laguna que Keynes dejaba en el análisis a largo plazo de la tasa de interés, una laguna que en alguna forma había que llenar, ya sea regresando a la teoría tradicional o bien alejándose más radicalmente de ella.³⁶

IV. LAS REHABILITACIONES DE LA TEORÍA TRADICIONAL

Si la *General Theory* dejaba en un dilema a la teoría del interés, la noción keynesiana de función de la eficiencia marginal del capital facilitaba la entrada en la senda que conducía a la teoría tradicional. Ya Keynes había considerado esta posibilidad cuando afirmó que quien crea en las posibilidades del sistema económico de alcanzar el equilibrio debe basar su propia argumentación en los efectos que las disminuciones de los salarios monetarios y de los precios, o bien las operaciones de mercado abierto de la banca central, podrían tener si aumentara la cantidad de dinero

³⁵ "What this seems to point is that (the normal rate of interest) is determined by people's estimates of the pressure of outside forces of some kind; and it seems natural to suggest that in a free enterprise economy these forces are none other than productivity and thrift", D. H. Robertson, *Lectures on Political Economy* (1975-1959), Londres, 1963, p. 388.

³⁶ En la *General Theory* hay alusiones en esta última dirección. Keynes afirma, en efecto, el carácter "convencional" de la tasa de interés y, por lo tanto, dentro de ciertos límites, la capacidad de las autoridades monetarias para controlar el nivel del interés sobre los préstamos a largo plazo, siempre que actúen "con suficiente persistencia y coherencia" (cf. *General Theory*, pp. 203-204). Sin embargo, como veremos, la presencia en la teoría de Keynes de elementos tradicionales, como la función de la eficiencia marginal del capital, ha hecho que el reconocimiento de este poder de las autoridades monetarias haya favorecido el regreso a la teoría tradicional, y no la idea, que Keynes tenía en mente, de una tasa de interés determinada por factores principalmente institucionales. Esta última idea que, desarrollada coherentemente, comportaría una teoría de la distribución y del valor con bases totalmente distintas de las marginalistas (véase, *infra*, pp. 104-107), no ha conocido en la bibliografía económica posterior ningún desarrollo importante.

disponible para satisfacer el motivo “especulativo”. Como hemos visto en la sección II, Keynes negó que por estos caminos se pudiera llegar al pleno empleo. Sin embargo, sus argumentos al respecto —fundados sobre todo en los efectos negativos que disminuciones considerables de los salarios monetarios o aumentos en la cantidad de dinero tendrían sobre el “estado de confianza”— pierden gran parte de su fuerza cuando la cuestión no es tanto la recuperación de la economía a partir de una situación de depresión cíclica, sino más bien la del mantenimiento de una correspondencia suficiente entre el nivel medio de las inversiones y el monto de los ahorros de pleno empleo. En efecto, en este último caso, una vez admitida, con base en los principios marginalistas, una alta elasticidad de la eficiencia marginal del capital con respecto al interés, las disminuciones de los salarios monetarios o los aumentos de la cantidad de dinero necesarios para garantizar un nivel medio de ocupación suficientemente alto ya no parecen tan drásticos, toda vez que pueden distribuirse en un largo periodo. Por otra parte, en el largo plazo los factores psicológicos que pueden resumirse en el “estado de confianza” pierden gran parte de su importancia ante los factores objetivos de los que se hace depender la rentabilidad real de las inversiones.³⁷

Por este sendero se encaminan las rehabilitaciones de la teoría tradicional, a las que se hizo referencia en la sección anterior.³⁸

³⁷ En Keynes mismo hay algún indicio de incertidumbre respecto del valor de su propia argumentación en el cap. XIX. Así, en un pasaje que se refiere a la asimetría en el comportamiento del sistema económico a ambos lados del nivel crítico de la plena ocupación, escribe, “This... follows from the assumption that the workers are disposed to resist a reduction in their money rewards, and that there is no corresponding motive to resist an increase” (*General Theory*, p. 303). La rigidez de los salarios, según este pasaje, sería el origen de la desocupación de trabajo, al contrario de lo afirmado en el capítulo XIX.

³⁸ Hicks parece haber abierto el camino en esta dirección en el artículo “M. Keynes and the Classics: a Suggested Interpretation”, *Econometrica*, 1937, reimpresso en *Readings in the Theory of Income Distribution*, Filadelfia-Toronto, 1946; las referencias de página serán de las *Readings*, donde se distingue entre la “teoría especial” y la “teoría general” de Keynes: en la primera no se consideraría el efecto de las variaciones del valor monetario de la producción sobre la demanda de dinero; en la segunda, tomándolo en cuenta, se llega a conclusiones “mucho más ortodoxas” como, entre otras, la relativa a la posibilidad de incrementar la ocupación por medio de disminuciones en los salarios monetarios, además de por medio de incrementos en la cantidad de dinero (*op. cit.*, pp. 467-470, y 465 para los efectos de variaciones de los salarios monetarios). La argumentación es retomada y hecha más explícita por Modigliani (“Liquidity Preference and the Theory of Interest and Money”, *Econometrica*, 1944; el artículo se reimprimió en *Readings in Monetary Theory*, Londres, 1952; las referencias de página serán de las *Readings*); por Haberler (*cf.*, por ejemplo, *Prosperity and Depression*, 2ª ed., 1939, cap. VIII, 4ª ed., Londres, 1964, pp. 240-243) y por J. Tobin, “A Dynamic Aggregative Model”, *Journal of Political Economy*, 1955, etcétera. Las conclusiones de esta línea de argumentación constituyeron posteriormente la base de las numerosas teorías recientes sobre el desarrollo económico en la línea tradicional; *cf.*, por ejemplo, R. Solow, “A Contribution to the Theory of Economic Growth”, *Quarterly Journal of Economics*, febrero de 1956, pp. 91-93; F. W. Swan, “Econ-

El interés existente en las tendencias a largo plazo³⁹ permite que esos autores no tomen en cuenta los efectos psicológicos negativos de las disminuciones de salarios y de precios o de los aumentos en la cantidad de dinero. Este mismo interés justifica en parte un sutil pero importante cambio en la interpretación de la demanda “especulativa” de dinero. Ésta pasa a explicarse no tanto por las opiniones sobre lo que constituye un nivel normal del interés, sino más bien por la “comodidad y seguridad” que da la posesión de la riqueza propia en forma de dinero, donde la “seguridad” se refiere a aquellos riesgos de variación del valor de los títulos (debidos únicamente a la incertidumbre) que se correrían cuando un aumento en la tasa de interés no pareciera más probable que una disminución equivalente.⁴⁰ Se atribuye así a la demanda de dinero una estabi-

omic Growth and Capital Accumulation”, *The Economic Record*, noviembre de 1956, p. 335; James Meade, *A Neoclassical Theory of Economic Growth*, Londres, 1961, pp. 3-5.

³⁹ Así, en el artículo citado de Modigliani, el análisis se refiere a “hipótesis estáticas”, justificadas por el hecho de que el objeto de la investigación lo constituyen las “determinantes del equilibrio y no la explicación de los ciclos económicos” (*ibid.*, p. 187).

⁴⁰ Sobre la distinción entre estas dos interpretaciones de la “preferencia por la liquidez”, cf. D. H. Robertson, *Lectures on Economic Principles*, pp. 382-383. La interpretación que hace a la “preferencia por la liquidez” independiente de las opiniones relativas a un nivel “normal” del interés se eslabona con las ideas de autores prekeynesianos, como Levington y Pigou, sobre la sensibilidad con respecto al interés de la demanda de dinero por el motivo precaución. Estos autores no encuentran en esto una explicación de la tasa de interés, pero en cambio encuentran razones para modificar la teoría cuantitativa del dinero, toda vez que admiten que la velocidad de circulación del dinero tiende a disminuir cuando disminuye la tasa de interés: la misma conclusión a la que llegaron las rehabilitaciones de la teoría tradicional, discutidas en el texto.

Por lo que se refiere a la tendencia de esas rehabilitaciones a adoptar la segunda interpretación de la “preferencia por la liquidez”, cf. Hicks, *op. cit.*, p. 467; Modigliani, *op. cit.*, p. 193. Parecería que una vez eliminada toda alusión a las opiniones sobre una tasa “normal” el riesgo implícito en la posesión de una *proporción dada* de la riqueza propia en títulos de crédito a largo plazo es independiente de la tasa de interés vigente, y, en consecuencia, la elasticidad de la demanda de dinero con respecto a la tasa de interés refleja solamente la tendencia de esa proporción a disminuir cuando disminuye la compensación del riesgo representada por los intereses. Modigliani da dos razones por las cuales *el riesgo mismo* tendería a aumentar cuando disminuyera el interés. Se refiere en primer lugar al hecho de que aumentos absolutos iguales de la tasa de interés provocan en el valor de los títulos disminuciones tanto mayores cuanto menor sea la tasa de interés inicial (Modigliani, *op. cit.*, pp. 195-205; Keynes, *General Theory*, p. 202). Esto, sin embargo, constituiría una razón para explicar un riesgo mayor solamente si la probabilidad de variaciones absolutas iguales fuese la misma cualquiera que fuera la tasa de interés corriente; si, en cambio, se supusiera que la escala de las variaciones probables es *proporcional* a la tasa de interés corriente, el riesgo de disminuciones en el valor de los títulos sería independiente del nivel del interés. Puesto que en ausencia de opiniones sobre una tasa de interés con la cual se puede determinar la entidad de las variaciones probables, la segunda hipótesis parece más justificada; no se ve por qué, por ejemplo, una variación del 1 % de más o de menos en una tasa de interés del 2 % deba, en esas condiciones, parecer menos drástica e improbable que una variación de 2 % en una tasa de interés del 4 %. La segunda razón de un mayor riesgo indicada por Modigliani consiste en que, cuanto menor sea la tasa de interés, más probable será su aumento en el futuro (*op. cit.*, p. 195). También este razonamiento parece requerir, para que sea válido, la existencia de opiniones respecto de una

lidad suficiente, sin recurrir a opiniones sobre una tasa “normal” no explicadas en el interior de la teoría. Y se evita además la necesidad de considerar posible una alta elasticidad con respecto al interés de la demanda de dinero con tasas de interés superiores al nivel mínimo del que hablaremos dentro de poco: posibilidad a la que Keynes atribuyó mucha importancia⁴¹ y que puede explicarse solamente en términos de opiniones casi unánimes de los poseedores de riqueza sobre el nivel normal del interés.

Dadas estas premisas no es difícil concluir que si la desocupación del trabajo conduce a disminuciones continuas en los salarios monetarios se deberá finalmente alcanzar, con la excepción que veremos dentro de poco, una situación de equilibrio en la cual la relación entre el valor monetario de la producción y la cantidad de dinero disponible consiente un nivel del interés tal que las inversiones son iguales a los ahorros de pleno empleo.

La importancia de esta argumentación no depende, naturalmente, de la hipótesis de una suficiente flexibilidad en los salarios monetarios, generalmente considerada como dudosa en su aplicabilidad: si la flexibilidad de los salarios permite que se llegue al pleno empleo en la forma antes descrita, es posible obtener el mismo resultado con una política monetaria elástica. Como afirma Modigliani, “es el hecho de que los salarios son muy altos en relación con la cantidad de dinero, lo que explica por qué no es rentable aumentar la ocupación hasta el nivel de pleno empleo”, y el remedio puede consistir tanto en la disminución de los salarios monetarios como en el aumento de la cantidad de dinero manteniendo constantes los salarios monetarios.⁴²

Se ha hecho alusión con anterioridad a una excepción a estas conclusiones. En efecto, esos autores admiten una sola situación en la que la flexibilidad de los salarios monetarios o una política monetaria elástica no sería suficiente para llevar a la economía al pleno empleo. Se trata del así llamado “caso keynesiano”: una situación en la cual la tasa de interés necesaria para garantizar el pleno empleo es negativa o inferior a la tasa de interés mínima que, en opinión de la mayoría de los posee-

tasa “normal” o por lo menos respecto de la existencia de una tasa de interés mínima *mayor que cero*. A falta de esta tasa mínima la serie de las posibles variaciones *proporcionales* del interés se extiende igualmente en ambas direcciones *cualquiera* que sea la tasa de interés corriente distinta de cero, y a falta de una noción de interés normal, no hay razón para que la distribución de probabilidades a lo largo de esa serie deba ser distinta cuando la tasa de interés sea distinta.

⁴¹ Cf., por ejemplo, el siguiente pasaje: “opinion about the future of the rate of interest may be so unanimous that a small change in present rates may cause a mass movement into cash” (*General Theory*, p. 172; cf. también p. 203).

⁴² Cf. Modigliani, *op. cit.*, p. 225; Hicks, *op. cit.*, pp. 465 y 473-475.

dores de riqueza, sería apenas suficiente para compensar el riesgo y la incomodidad implícitos en la posesión de una parte cualquiera de la riqueza propia en forma distinta del dinero. Alrededor de este nivel la elasticidad de la demanda de dinero tendería a volverse infinita⁴³ y las disminuciones de los salarios monetarios o los aumentos en la cantidad de dinero no podrían conducir a ulteriores disminuciones de la tasa de interés. Dichos autores, sin embargo, limitan rápidamente la importancia de esta posibilidad. En efecto —y aquí encontramos de nuevo implícita en la justificación la idea marginalista de una demanda de capital dotada, en condiciones normales, de una alta elasticidad con respecto a la tasa de interés— la posición y la inelasticidad de la curva de la eficiencia marginal del capital, necesarias para explicar una tasa de interés de pleno empleo inferior a aquel mínimo, se consideran posibles sólo en condiciones de depresión profunda, en la cual se deberían a las condiciones de incertidumbre y de sobrevaloración de los riesgos, propias de tales situaciones. Y ello porque esos autores consideran, de acuerdo en esto con Keynes, que una situación en que la acumulación anterior de capital haya reducido casi a cero el rendimiento marginal del capital no se ha presentado todavía.⁴⁴

La importancia del “caso keynesiano” aparece así confinada al análisis de los ciclos económicos, al igual que la de los factores psicológicos a los que Keynes se había referido en el capítulo xix de la *General Theory* para negar la posibilidad de alcanzar el pleno empleo mediante disminuciones de los salarios monetarios o aumentos en la cantidad de dinero. Tanto aquí como allá el estado psicológico de confianza propio de las depresiones constituiría mientras prevaleciera el obstáculo que impidiera el regreso a la plena utilización de los factores, según una tesis parecida a la que ya había formulado Marshall.⁴⁵

⁴³ Cf. Modigliani, *op. cit.*, p. 222; Hicks, *Value and Capital*, p. 226.

⁴⁴ Modigliani, *op. cit.*, p. 22, n.; Keynes, *General Theory*, p. 207.

⁴⁵ Un intento distinto de “rehabilitación” del principio de la tendencia al pleno empleo es el que se basa en el llamado “efecto Pigou”. Al disminuir los salarios monetarios y los precios el crédito neto global del sector privado de la economía —igual en una economía cerrada a la deuda neta total del gobierno y de la banca central (billetes y títulos de la deuda pública)— aumenta en términos reales. Disminuiría, en consecuencia, la propensión al ahorro de los poseedores de riqueza hasta que los ahorros de pleno empleo se igualaran al nivel de inversiones posible en la situación considerada (cf. Pigou, “Economic Progress in a Stable Environment”, *Economica*, 1947, reimpreso en *Readings in Monetary Theory*, Londres, 1952, pp. 249-251; Haberler, *op. cit.*, pp. 483-489; D. Patinkin, “Price Flexibility and Full Employment”, *American Review*, 1948, y *Readings in Monetary Theory*, pp. 258-270). No parece necesario, para nuestros fines aquí, discutir esta argumentación. Ésta no constituye, en efecto, de ningún modo una defensa de la doctrina tradicional, discutida en estas notas, según la cual la propensión de la colectividad al ahorro determina el nivel de las inversiones. Sin embargo, una obser-

V. ELEMENTOS INNOVADORES Y ELEMENTOS TRADICIONALES DE LA TEORÍA DE KEYNES. LA EFICIENCIA MARGINAL DEL CAPITAL

La línea de argumentación discutida en la sección anterior conduce a una rehabilitación sustancial de la teoría tradicional de la acumulación. El cuadro de interrelaciones entre las fuerzas “reales” y las monetarias que ésta nos presenta no difiere en sus rasgos esenciales del que ya había trazado Wicksell. Tanto aquí como allá se admite que los factores monetarios pueden mantener temporalmente la tasa de interés de mercado en un nivel distinto al de la tasa de pleno empleo⁴⁶ —equivalente a la tasa “natural” en la teoría de Wicksell—, en el cual se da el equilibrio entre la productividad marginal del capital, por un lado, y la tendencia a ahorrar, por el otro. Sin embargo, tanto aquí como allá la tasa de interés de pleno empleo, o tasa “natural”, es la tasa de equilibrio en torno a la cual la tasa de interés de mercado tiende a gravitar: la diferencia entre las dos tasas, al provocar tendencias inflacionarias o deflacionarias (ya sea que estas últimas se manifiesten principalmente en disminuciones de precios y de salarios o, sobre todo, en desocupación de trabajo), inducirá a las autoridades monetarias, a las que en ambas argumentaciones se atribuye el control inmediato de la tasa de interés, a adecuar la tasa corriente a su nivel “natural”, o de pleno empleo.⁴⁷

En comparación con estas similitudes los elementos específicamente keynesianos de las rehabilitaciones de la teoría tradicional —elementos que pueden resumirse en la demanda de dinero como reserva de valor y en la función de la propensión al consumo— tienen una importancia

vación parece oportuna. Es legítimo suponer que la mayor parte de los ahorros proviene de los poseedores de ingresos altos, y que entre ellos se distribuye la mayor parte tanto de la deuda pública como del dinero inactivo. Lo que puede considerarse entonces como “efecto Pigou” es un aumento de la riqueza de los poseedores de ingresos altos (ingresos que crecen en términos reales mientras el Estado pague una tasa de interés constante sobre su deuda, y crecen en perjuicio de los que sufren el peso de los impuestos) tal que induce a estos poseedores a reducir sus ahorros en una medida suficiente. Ahora bien —aun admitiendo que la redistribución de la riqueza y el ingreso entre acreedores y deudores privados, y la redistribución del ingreso a través de los intereses sobre la deuda pública, no impiden la disminución deseada de la propensión al ahorro— parece difícil no concluir que mucho antes de que la colectividad haya llegado a aceptar esta redistribución de la riqueza se harían inevitables otros medios más directos y menos aleatorios de resolver el problema de la desocupación.

⁴⁶ Es interesante advertir cómo la noción de una tasa de interés de pleno empleo si bien es consecuencia directa de la idea de eficiencia marginal del capital no tiene alguna importancia en la *General Theory*, y aparece raramente y en forma casi accidental (*General Theory*, pp. 243 y 375).

⁴⁷ La tendencia “espontánea” al equilibrio, sostenida por los autores poskeynesianos para el caso en que existe flexibilidad de los salarios, requiere desde luego que las autoridades monetarias permitan el aumento de la relación entre la cantidad de dinero disponible y el valor monetario del producto nacional.

menor. Se reconoce una mayor importancia a estos elementos sólo para el análisis a corto plazo relativo a los ciclos económicos, en el cual, por un lado, la sensibilidad con respecto al interés de la demanda de dinero da lugar a un obstáculo capaz, sobre todo en el caso de las deflaciones, de retardar la acción de las fuerzas “reales” sobre la tasa de interés⁴⁸ y, por otro lado, la propensión al consumo permite un tratamiento teórico de los efectos sobre el ingreso real y la ocupación de disminuciones del gasto monetario en presencia de salarios monetarios rígidos. Así, para usar las palabras de Hicks, la teoría keynesiana aparece como “la teoría económica de las depresiones”, y en ese campo la aportación específica de Keynes habría consistido en “poner gran acento” en las restricciones a la teoría tradicional, cuya necesidad ya había sido admitida por Marshall y por sus sucesores.⁴⁹

Con esto nos encontramos evidentemente bastante lejos del significado que Keynes mismo daba a su propia teoría cuando la comparaba con la teoría tradicional, considerada aplicable sólo en el “caso particular” del pleno empleo. Y a esta inversión de posiciones se llega sin refutar las hipótesis de base de la *General Theory*; se llega, por el contrario, permaneciendo en el interior de ese esquema teórico. La posibilidad de dar a la teoría de Keynes significados contrastantes parece tener su origen, por lo tanto, en la teoría misma, y resulta interesante, en este punto de nuestra argumentación, tratar de identificar las razones. Poner de relieve que la teoría fue formulada para hipótesis a corto plazo y que dejaba por ello abiertos los problemas relativos a las tendencias a largo plazo, no parece la manera de llegar al fondo del problema. En efecto, queda por explicar por qué Keynes limitaba al corto plazo un análisis cuyas consecuencias consideraba que iban bastante más allá de los fenómenos cíclicos.⁵⁰ Y queda por explicar por qué las consecuencias a largo plazo que Keynes creyó que podía sacar han aparecido controvertibles en el interior de su propio esquema teórico.

Nos parece que las raíces de esta ambivalencia se encuentran más bien

⁴⁸ En realidad, puesto que la dependencia de la demanda de dinero respecto de la tasa de interés ya había sido admitida por autores anteriores, la idea original de Keynes en este punto consistía sobre todo en el acento puesto sobre la dependencia de esa demanda respecto de las expectativas, relacionadas con la evolución futura del interés, determinadas en gran medida por la experiencia pasada, es decir, el aspecto que los autores discutidos en el texto tienden a ignorar.

⁴⁹ Hicks, *op. cit.*, pp. 472 y 465.

⁵⁰ *Cf.*, respecto a las consecuencias a largo plazo que Keynes derivaba de su propia teoría, la afirmación: “measures for the redistribution of incomes in a way likely to raise the propensity to consume may prove positively favourable to the growth of capital” (*General Theory*, p. 373; *cf.* también p. 217, y en general las dos primeras secciones del capítulo xxiv).

en la naturaleza compuesta de la teoría de Keynes. En la *General Theory* hay como una sobreposición de dos estratos fundamentalmente heterogéneos de reflexión teórica: una visión del modo de operar del sistema económico en oposición radical a las teorías dominantes se impone casi a la fuerza sobre un fondo de conceptos que en gran parte sigue siendo el tradicional, por lo que se establece un compromiso inestable por naturaleza. La parte innovadora tiene su núcleo en la tesis de que son sobre todo las variaciones en el nivel de la producción las que equilibran la inversión y el ahorro en una economía capitalista; una idea sugerida directamente por la observación sin prejuicios de los hechos.⁵¹ Pero esta tesis se encontraba en conflicto con la teoría de la distribución, aceptada de manera general en los dos frentes principales de esta última: el del mercado de trabajo, para el cual Keynes debía negar que los salarios fueran determinados por el equilibrio entre la demanda y la oferta de trabajo, y el mercado del capital, para el cual Keynes debía igualmente negar que la tasa de interés resultaba del equilibrio entre las fuerzas de la demanda y las de la oferta de ahorro. Para poder desarrollar su idea inicial y hacerla aceptable Keynes se veía, por lo tanto, en la necesidad de llevar a cabo una crítica de la teoría tradicional de la distribución, y el compromiso mencionado tiene su origen en el modo en que desarrolló esta crítica.

Como hemos visto en la primera parte de este escrito, es posible distinguir en el análisis tradicional de la distribución dos estadios en sucesión lógica.⁵² En el primero, a partir de los supuestos marginalistas sobre la producción y el consumo se deriva la idea de que dadas las cantidades empleadas de todos los factores menos uno se tiene para este último una demanda elástica con respecto a su tasa real de remuneración. En el siguiente estadio se afirma que a causa de la competencia entre los empresarios y entre los poseedores de los factores se presenta una tendencia hacia tasas de remuneración que igualan la cantidad demandada y la oferta de cada factor. Keynes, en su crítica, acepta el primer estadio de esa argumentación: con ello hereda la parte tradicional de su propia teoría, que puede resumirse en las dos funciones de la eficiencia marginal del capital y del trabajo. Su crítica se dirige entonces exclusivamente al segundo estadio de ese análisis, en el cual, una vez aceptadas las conclusiones del primer estadio, la capacidad de resistencia de la teoría tradicional era superior a la que Keynes le había atribuido, como se han encargado de demostrarlo las discusiones posteriores.

⁵¹ Cf., con este propósito, el pasaje de Keynes citado en las pp. 87-88 de esta segunda parte.

⁵² Cf., en la primera parte de este trabajo, EL TRIMESTRE ECONÓMICO, núm. 175, pp. 583-585, 601-602.

La parte tradicional del pensamiento de Keynes no representa, naturalmente, un residuo de formas aceptadas de pensar que pueda separarse del resto de su teoría dejándola intacta. En efecto, son las funciones del producto marginal del trabajo y de la eficiencia marginal del capital las que permiten que se determinen en el interior del sistema el nivel de los salarios reales y el monto de las inversiones. Tal vez sea lícito adelantar algunas dudas acerca del significado de estas determinaciones y, además, acerca de su coherencia con las otras partes de la teoría keynesiana cuando se enfrentan problemas que no se limitan estrictamente al corto plazo.⁵³ Queda, sin embargo, el hecho de que fue en virtud de ese compromiso particular entre elementos tradicionales e hipótesis a corto plazo que Key-

⁵³ En la teoría keynesiana, el salario real y la tasa de interés sobre préstamos a largo plazo aparecen determinados, en gran medida, por factores diversos, como las características del acervo productivo existente en lo que se refiere al salario, y la cantidad de dinero por lo que se refiere a la tasa de interés. Esto es tal vez admisible en un análisis a corto plazo, pero esa independencia no podría sostenerse para el largo plazo sin negar el vínculo, admitido en general, entre la tasa de ganancia media y la media en el tiempo de la tasa de interés sobre préstamos a largo plazo: en efecto, la división del producto social entre salarios y ganancias comporta una relación entre salario y tasa de ganancia, determinada únicamente por los conocimientos técnicos (*cf.*, en la primera parte, pp. 598-599). Además, la independencia recíproca en el sentido señalado de la tasa de interés y el salario real (y, por lo tanto, el sistema de precios relativos) excluye la posibilidad de que en Keynes la demanda de inversión se defina con base en la hipótesis *b*) discutida en una nota anterior (véase p. 81, n. 14). (Por otra parte, parece difícil y poco provechoso el intento de precisar cuáles son las hipótesis acerca de los precios relativos que Keynes pone en la base de la función de la "eficiencia marginal del capital": debemos ver más bien, en esta noción, un ejemplo del empirismo en materia de distribución propio de Marshall y de su escuela, que hemos discutido en la primera parte, en *EL TRIMESTRE ECONÓMICO*, núm. 175, pp. 592-595.) Los motivos de perplejidad respecto de la determinación del salario por Keynes aumentan si se considera la hipótesis de rendimientos en que se basa. Esta hipótesis resulta discutible cuando se acepta que: *a*) la parte que se utiliza del acervo productivo existente varía en general con la cantidad de trabajo empleado; *b*) a corto plazo, la cantidad empleada de ciertos tipos de trabajo es constante o varía menos que proporcionalmente al variar la cantidad producida. Pero, por otra parte, si se tuvieran rendimientos constantes o crecientes del trabajo hasta llegar a las proximidades de la plena utilización del acervo existente, la igualdad entre producto marginal y salario implicaría que las ganancias permanecen constantes o disminuyen al aumentar el nivel de actividad, lo que está en evidente contraste con la experiencia. Esto da razones para dudar de que el salario real pueda explicarse con el producto marginal del trabajo empleado con un acervo dado. Pero aun admitiendo, con Keynes, rendimientos decrecientes del trabajo, la explicación del salario en términos de ese producto marginal dice bastante poco, mientras que no se sepa por qué el acervo productivo es el que es y no otro. Al enfrentar este problema de "largo plazo" nos encontramos al parecer ante esta alternativa. O se supone que el acervo productivo es siempre, en las condiciones técnicas dadas, el más conveniente al salario y a la tasa de interés compatibles con el pleno empleo del trabajo, y entonces, al parecer, debemos suponer que el pleno empleo prevaleció en el pasado y que la desocupación del trabajo tenía sólo un carácter temporal. O bien no aceptamos esa solución, y entonces el principio del producto marginal no nos es de ninguna ayuda para explicar los salarios más allá de los estrictos límites del corto plazo. También la noción de eficiencia marginal del capital presenta algunas dificultades particulares para su uso en la teoría de Keynes. El principio de rendimientos decrecientes para incrementos en la dotación de los diversos tipos de bienes de capital es sostenido por la teoría tradicional en la hipótesis de que la cantidad de

nes pudo desarrollar en cierta medida la parte innovadora de su pensamiento, sin tener al mismo tiempo que plantearse de nuevo y a partir de los fundamentos el problema de la distribución y del valor.

Por lo que se refiere a la función de la eficiencia marginal del capital, resulta, sin embargo, caro el precio que Keynes debe pagar por la parte tradicional de su teoría. Como hemos visto en la sección II, el conflicto con la teoría tradicional en relación con la determinación del salario se puede reducir en realidad al relativo a la determinación de la tasa de interés. La crítica de la teoría tradicional del interés adquiere por ello una importancia decisiva para la aceptación de las tesis keynesianas. Ahora bien, es precisamente en esta crítica donde la noción de eficiencia marginal del capital se revela como un elemento de estorbo y de debilidad para Keynes. Keynes considera que el interés está determinado por factores monetarios; pero, como el análisis anterior de Wicksell había mostrado, la idea de una función de demanda de inversión constituye para una teoría monetaria del interés un obstáculo difícilmente superable. En efecto, una vez admitida la función de demanda de inversión se llega a afirmar, por un lado, la existencia de un nivel de la tasa de interés de pleno empleo y, por otro, la existencia de inflación o deflación y desocupación cuando la tasa corriente de interés no es la de pleno empleo; la idea de que la tasa de interés de mercado tiende a gravitar en torno a su nivel de pleno empleo resulta entonces plausible.

Nos parece, por lo tanto, que el origen de los significados contrastantes atribuidos a la teoría de Keynes puede buscarse en la escasa compatibilidad, desde el punto de vista de un análisis de las tendencias a largo plazo, entre la idea de función de la eficiencia marginal del capital y la tesis según la cual el nivel de producción desempeña el papel principal en el equilibrio entre las decisiones de ahorro y de inversión. Si se acepta la primera noción resultará difícil que no se limite el alcance de la segunda a la explicación de los ciclos económicos. Las conclusiones distintas que Keynes buscaba pueden, por otra parte, sostenerse en la medida en que se suponga una escasa sensibilidad de las inversiones con respecto a la tasa de interés, incluso a largo plazo. Pero esta hipótesis está en abierto contraste con los supuestos de la teoría tradicional de la distribución, y

trabajo empleada es constante: ¿en qué sentido es posible aplicar este principio (*General Theory*, p. 136) a situaciones en que existiendo desocupación la cantidad de trabajo empleado puede aumentar? Estas dudas pueden servir para indicar las múltiples dificultades que se encontrarían para conciliar en un análisis a largo plazo la parte tradicional con la parte innovadora del pensamiento de Keynes, y ayudan a explicar cómo el deseo de reintroducir coherencia en la teoría económica pudiese llevar a confiar al corto plazo la validez de las conclusiones de Keynes.

no puede encontrar una base sólida mientras que la crítica no se haya dirigido a éstos.

Si esto es cierto, el contraste entre la tesis tradicional y la de Keynes acerca de la dependencia de las inversiones respecto de la propensión al ahorro no puede resolverse únicamente en el terreno de la teoría monetaria elegido por Keynes para su crítica. Este contraste nos remite en cambio a las cuestiones de teoría "real", discutidas en la primera parte de estas notas. Debemos regresar ahora a las conclusiones alcanzadas allí.

VI. DESOCUPACIÓN "KEYNESIANA" Y DESOCUPACIÓN "ESTRUCTURAL". CONCLUSIONES

La argumentación de esta segunda parte nos ha llevado a una alternativa cuyo elemento central está constituido por la aceptación o no de la representación tradicional del capital como factor productivo que puede emplearse en la economía en cantidades que aumentan, en relación con las de los otros factores, al disminuir la tasa de interés. Si se acepta esta representación, y se acepta por lo tanto la tesis tradicional sobre la dependencia de las inversiones respecto de la tasa de interés, parece difícil rechazar la doctrina tradicional sobre la relación entre la propensión al ahorro y el nivel de la inversión, por lo menos mientras que no se supongan una saturación de capital o una política deflacionista a largo plazo por parte de las autoridades monetarias. Si, en cambio, se tienen razones para negar la validez de aquella representación del proceso productivo, pasará entonces a faltar la base para sostener la doctrina según la cual la propensión al ahorro de la colectividad determina el nivel de las inversiones.

Todo lo que hemos dicho en la primera parte de estas notas nos lleva a sostener que la segunda posibilidad es la que permite una mejor comprensión de los hechos. Hemos tratado de mostrar cuáles son las dificultades que surgen al aplicar al "capital" la noción de factor de producción. Y, en particular, hemos visto cómo y por qué razones es errónea la tesis marginalista según la cual los cambios en las técnicas de producción, o las variaciones en las proporciones de los bienes de consumo producidos, que resultan de disminuciones (aumentos) de la tasa de interés, deben provocar un aumento (disminución) de la relación entre el "capital" (valor de equilibrio de los medios de producción en términos de cualquier mercancía) y el trabajo empleado.

Debemos ahora, antes de concluir estas notas, regresar a una cuestión

que habíamos dejado pendiente en la sección 1 de la primera parte. El principio tradicional que afirma la tendencia de la demanda global a adecuarse a la capacidad productiva de la economía se consideró entonces en la forma en que se aplica a economías con un excedente “estructural” de trabajo. Se habló por ello de tendencia a la plena utilización del acervo productivo existente con la cantidad de trabajo que éste permite emplear.⁵⁴ Supusimos después que el acervo productivo era suficiente para emplear a toda la oferta de trabajo, y esto para poder referirnos a la tendencia al pleno empleo del trabajo. Preferimos esta última formulación del principio tradicional porque habría de permitir que siguiéramos sin complicaciones expositivas inútiles los términos en que se desarrolló la discusión entre Keynes y los defensores de la teoría tradicional. En efecto, para conciliar la existencia de una desocupación “estructural” con la teoría marginalista de la distribución, es necesario suponer que la rigidez de los salarios reales impide que el capital disponible tome la forma de un acervo productivo adecuado a la oferta de trabajo, y esta hipótesis de la rigidez de los salarios habría interferido con la argumentación desarrollada hasta aquí.

Debe, sin embargo, quedar claro que la razón por la cual hemos llegado a la negación de una tendencia al pleno empleo del trabajo resulta igualmente válida cuando se considera una desocupación “estructural”. En efecto, si la noción de demanda de fondos de inversión elástica con respecto a la tasa de interés no es aceptable, debe admitirse que la tasa de interés no podría equilibrar la inversión y el ahorro, aunque pueda disminuir sensiblemente en situaciones de deflación; es entonces indiferente para nuestra conclusión que la sensibilidad de la tasa de interés esté basada tanto en la flexibilidad de los salarios como en la política de las autoridades monetarias, o que, por el contrario, la rigidez de los salarios deje abierta sólo la segunda posibilidad. Por otra parte resulta evidente que la existencia de desocupación estructural en algunas econo-

⁵⁴ Se puede objetar a esta formulación que no refleja el pensamiento tradicional, en cuyo ámbito la cantidad de trabajo que se puede emplear con un acervo productivo dado no estaría definida, sino que varía al cambiar el salario real. Se admite, sin embargo, en general, que la sustituibilidad entre trabajo y capital, supuesta en la teoría marginalista, presupone la posibilidad de modificar la forma física del capital existente y puede no tomarse en cuenta cuando llega a faltar esta posibilidad. Keynes, es cierto, supone un producto marginal decreciente para el trabajo empleado con un acervo productivo dado. Pero, además de las objeciones a que se presta (*cf.* p. 100, n. 53) la hipótesis de Keynes se interpreta generalmente en el sentido de que el producto marginal disminuye en forma poco sensible mientras haya un residuo de acervo productivo aun sin utilizarse, y que decrece luego rápidamente: se llega así a admitir un límite suficientemente definido a la cantidad de trabajo que puede emplearse con un acervo productivo dado.

mías debilita los argumentos en favor de la tendencia a la plena utilización de la capacidad productiva; la rigidez de los salarios, admitida por lo menos para esas economías, cierra una de las dos vías por las que podría actuar esa tendencia. Es cierto que la desocupación estructural se atribuye a la rigidez de los salarios *reales*, mientras que el obstáculo a la plena utilización de la capacidad productiva estaría, en cambio, en la rigidez de los salarios monetarios.⁵⁵ Sin embargo, resulta difícil admitir la flexibilidad de los salarios monetarios sin admitir la flexibilidad de los salarios reales: toda disminución de los salarios *monetarios* que preceda a la disminución de los precios constituye, en efecto, en el momento en que sucede, una disminución de los salarios *reales*.

La necesidad de recurrir a una hipótesis especial de salarios rígidos para explicar la desocupación "estructural" se presenta sólo para quien sostiene la imposibilidad de límites de demanda al nivel de la producción. En efecto, la tesis keynesiana, aplicada al largo plazo, permite que se explique la posibilidad de que el acervo productivo sea insuficiente para dar ocupación a todo el trabajo disponible. Una desocupación creada inicialmente por deficiencias en la demanda efectiva puede, si se prolonga por un espacio de tiempo suficiente, transformarse en desocupación "estructural" mediante la destrucción o la falta de reposición del acervo productivo que se mantuvo inutilizado. No sería posible imaginar que la desocupación existente, al influir a largo plazo sobre los salarios reales, pueda inducir a la transformación del "capital" incorporado en un acervo dado, en otro acervo menos "intensivo en capital" que sea suficiente para emplear todo el trabajo disponible; la imposibilidad, sostenida por Keynes, de que disminuciones de los salarios monetarios conduzcan a disminuciones permanentes de los salarios reales impediría dicho efecto.⁵⁶ Por las mismas razones, nada asegura que las posibilidades de empleo puedan variar en el tiempo de la misma manera que la oferta de trabajo. Los

⁵⁵ Si se acepta la hipótesis keynesiana de rendimientos decrecientes del trabajo, los aumentos en el grado de utilización de la capacidad productiva implicarían siempre una disminución del salario real. Puede parecer entonces que la rigidez de los salarios reales, adoptada para explicar la desocupación "estructural", sea suficiente por sí sola para excluir la tendencia a la plena utilización de la capacidad productiva. Los que sostienen la teoría tradicional pueden, sin embargo, escapar a esta contradicción suponiendo que los salarios reales se vuelven rígidos sólo a partir del nivel compatible con la plena utilización del acervo productivo existente.

⁵⁶ Keynes admitió explícitamente la posibilidad de la hoy llamada desocupación estructural. Cf., por ejemplo, el siguiente pasaje: "(The rate of interest) may fluctuate for decades around a level which is chronically too high for full employment" (*General Theory*, p. 204) o, también, el pasaje en el cual Keynes examina el caso de una sociedad "which finds itself so well equipped with capital that its marginal efficiency is zero", y en la cual, por ello, "The stock of capital and the level of employment will have to shrink until the community becomes so impoverished that the aggregate of saving has become zero" (*ibid.*, p. 217).

factores que pueden mantener la desocupación a largo plazo dentro de los límites socialmente tolerables deberían entonces buscarse no en una tendencia espontánea de la demanda de trabajo a seguir la evolución autónoma de la población, sino más bien en los complejos fenómenos económicos y demográficos de adaptación recíproca entre oferta y demanda de trabajo asalariado, que la historia de las economías capitalistas se encarga de presentarnos.

Puede parecer que estas alusiones a la posibilidad y a la explicación de la desocupación “estructural” ponen un acento exagerado en la tesis keynesiana acerca de la imposibilidad de que la contratación salarial influya en los salarios reales. Pero cuando las razones para rechazar la idea de una tendencia de la demanda de productos a adecuarse a la capacidad productiva son aquellas a las que nos hemos referido en estas notas, la posibilidad de una desocupación “estructural” resulta totalmente independiente de cualquier hipótesis acerca de la posibilidad o imposibilidad de que los trabajadores influyan en el salario real. En efecto, la crítica de la noción de una demanda de capital (o de recursos de inversión) elástica con respecto a la tasa de interés, desarrollada en la primera parte de estas notas, es al mismo tiempo una crítica de la noción gemela de una demanda de trabajo elástica con respecto a la tasa de salario real.⁵⁷ En la medida en que esta crítica sea válida no se podrán tener esperanzas en la adaptación del acervo productivo a la oferta de trabajo, aun cuando se admita que las dimensiones de la desocupación puedan influir en la evolución de los salarios reales.⁵⁸

Naturalmente, con todo esto se abre de nuevo la cuestión de la distribución del producto social entre ganancias y salarios, lo que está, por otra parte, implícito en toda aceptación de las tesis keynesianas para el análisis de la acumulación. Sin embargo, se puede señalar cómo la relación entre salario y tasa de ganancia enunciada por Ricardo —y retomada re-

⁵⁷ Cf., en la primera parte, pp. 602-603.

⁵⁸ Tal vez sea oportuno insistir aquí en la diferencia entre la idea marginalista de una tendencia del salario (monetario y real) a disminuir *indefinidamente* mientras haya desocupación y la idea, a la que hemos hecho alusión en el texto, de que la existencia de la desocupación, al influir negativamente sobre la fuerza contractual de los trabajadores, pueda provocar aumentos o disminuciones de los salarios (monetarios y reales). La segunda idea es bastante cercana a la de los economistas clásicos (cf. en la primera parte de estas notas, pp. 581-582) y si bien el modo posterior de pensar en términos de funciones de demanda y oferta puede haber contribuido a que se la confunda con el análisis marginalista, esa idea no implica en realidad la tendencia de los salarios reales a disminuir ante la desocupación por debajo de ciertos niveles mínimos (que dependen de la evolución anterior, técnica y social, de la colectividad) a los que los trabajadores no están dispuestos a renunciar. Disminuciones por debajo de esos niveles podrían por ello provocar reacciones capaces de poner en peligro la estabilidad del ordenamiento social.

cientemente, superando las dificultades que Ricardo y después Marx encontraron en sus formulaciones—⁵⁹ proporciona una base para el necesario trabajo de reconstrucción.

De modo que dada esta relación, la sugerencia de Keynes en el sentido de que la tasa de interés para los préstamos a largo plazo estaría determinada, más allá de sus fluctuaciones de corto plazo, por factores convencionales sujetos, en última instancia, a la política de las autoridades monetarias,⁶⁰ bastaría para construir el núcleo de una teoría de la distribución. En efecto, parece plausible suponer que a causa de la competencia en el mercado de productos la tasa media de ganancia y el nivel medio de la tasa de interés sobre préstamos a largo plazo, tienden, en un periodo más largo, a moverse paralelamente. Si la tasa de interés depende de la política de las autoridades monetarias se puede relacionar también con dicha política la evolución a largo plazo de la tasa media de ganancia⁶¹ y, en consecuencia, por la relación a que hemos aludido, la de los salarios reales. Esto no significa que se vuelva así a negar toda capacidad a la contratación salarial para modificar los salarios reales: la política de las autoridades monetarias no opera en el vacío, y entre las consideraciones importantes en su formulación ocupan un lugar principal la evolución de los precios y, por lo tanto, la evolución de los salarios monetarios determinada por la contratación salarial. Prosiguiendo en esta dirección, la distribución del producto social aparecerá determinada por factores sociales múltiples, no reducibles a oferta y demanda de factores de producción, sino más bien a la interacción de la política de las autoridades monetarias y la fuerza contractual de los trabajadores.

Con excedentes “estructurales” de trabajo o sin ellos, no parece, por lo tanto, admisible desarrollar un análisis de la relación entre consumo e inversión suponiendo que a disminuciones en la propensión al consumo corresponden aumentos en la inversión. Para el estudio de los efectos, en una economía capitalista, de la evolución de la propensión al consumo sobre el nivel de la inversión, se deberá, en cambio, en primer lugar distinguir entre dos posibles situaciones.

La primera situación es aquella en que el incentivo de los entes privados a invertir se mantiene por largos periodos en un nivel tal que la demanda global presiona en forma suficientemente generalizada a

⁵⁹ Cf., en la primera parte, p. 599, n. 46.

⁶⁰ *General Theory*, pp. 203-204.

⁶¹ Cf. la alusión en este sentido de Sraffa (*Produzione di merci a mezzo di merci*, Turín, página 43).

los principales sectores de la economía sobre la capacidad productiva disponible. Se tenderá entonces a tener inflación de precios, uno de cuyos efectos podrá ser el de reducir el consumo y permitir un alto nivel de inversión. En estas condiciones, una disminución o un aumento menor del consumo, y en particular de los consumos que comprometen la capacidad productiva que puede utilizarse para la inversión,⁶² podrá tener el efecto de conciliar el alto nivel de inversión con una suficiente estabilidad de precios.

La segunda situación es aquella en que las inversiones no alcanzan el límite impuesto por la capacidad productiva disponible. En este caso, una disminución o un aumento menor del consumo no podría tener ningún efecto directo sobre la inversión, y los efectos indirectos podrían ser fácilmente negativos debido a la contracción o a la menor expansión de la demanda de bienes de consumo y al consiguiente menor incentivo para invertir.⁶³

⁶² También en la situación, supuesta en el texto, de un fuerte estímulo para invertir, parece justificado referirse a una alternativa *global* entre consumo e inversión únicamente si no hay desocupación “estructural”, y si por ello todo aumento en la producción de un sector necesita sustraer trabajo de otros sectores. Si hay desocupación, la escasa adaptabilidad del acervo productivo existente, considerando la disponibilidad de trabajo, hará que en general la alternativa entre consumo e inversión se dé únicamente en términos de cuellos de botella en producciones particulares, sobre todo básicas. Además, la disponibilidad de trabajo permitirá que se eliminen fácilmente tales cuellos de botella en periodos no muy largos.

⁶³ “The growth of capital depends not all on a low propensity to consume, but is, on the contrary, held back by it; and only in conditions of full employment is a low propensity to consume favourable to the growth of capital” (Keynes, *General Theory*, pp. 372-373).