

LA TEORIA DEL INTERES EN UNA ECONOMIA DE ENDEUDAMIENTO Y CRISIS

José M^e Martínez Sánchez

En la década de los ochenta hemos asistido en las economías desarrolladas a una fuerte expansión de la circulación financiera que a la postre ha ahondado y precipitado la crisis actual de la economía real. Las políticas de control monetario, déficit presupuestario y desregulación financiera impulsaron de tal modo la actividad del sector financiero que se produjo un peligroso divorcio con los sectores reales de la economía; llegó a ser mucho más rentable dedicarse a las finanzas que asumir riesgos empresariales. Sin embargo, no hemos tardado mucho en descubrir la trampa que encerraba esta situación y las políticas económicas que la hicieron posible y hasta plausible. La erosión que estas alegrías financieras —sin olvidar las presiones salariales y el descenso en la tasa de crecimiento de la productividad— estaban produciendo en los beneficios empresariales necesariamente tenían que conducir al descenso de la inversión y a la crisis.

En este marco, la investigación sobre la naturaleza del interés nos parece de especial actualidad para poder extraer sabias enseñanzas de nuestra reciente historia económica; si bien, al ser el tipo de interés el puente más importante de enlace entre la economía real y financiera, no será tarea fácil comprender las fuerzas que lo determinan y su papel en las diversas fases del ciclo económico. ¿Son los mercados monetarios y financieros autónomos en la determinación del tipo de interés? o ¿hasta qué punto directa —política monetaria— e indirectamente —déficit público y política exterior— es fijado por los poderes públicos? y, por otra parte, ¿es el tipo de interés el que determina la inversión o es la tasa de rendimiento de la inversión la que determina el tipo de interés?

Nuestro objetivo será doble: primero, saber qué es lo que la política económica puede hacer para modificar las tasas de interés a corto y largo plazo y, segundo, deducir las consecuencias económicas que previsiblemente se derivarán de estas políticas. Pero, a la hora de abordar estas

cuestiones tendremos muy presente que el debate teórico nunca puede desconocer que la vida económica es una realidad social e histórica y, por esta causa, prestaremos más atención a los aspectos conceptuales que a los formales para mejor dar cuenta del fenómeno del interés en su perspectiva dinámica e institucional, pues a nuestro parecer siguen estando vigentes las palabras de Keynes (1936, p. 172) a propósito de la teoría del interés. «Ricardo nos ofrece una realización intelectual suprema, que no pueden alcanzar los espíritus más débiles, de adoptar un mundo hipotético distante de la experiencia como si fuera el de esta y luego vivir en él sin contradicciones. Con la mayor parte de sus sucesores no se puede evitar que el sentido común penetre en el mundo con daño para la lógica».

En efecto, la realidad histórica reciente ha sido generosa en situaciones paradójicas y contradictorias: altos niveles de desempleo y déficits comerciales han convivido de modo persistente con elevadas tasas de interés real; el ahorro parecía insensible a las oscilaciones del interés y los rentistas financieros han podido obtener mejores retribuciones que los poseedores de capital riesgo.

Desde una perspectiva teórica, estos hechos más parecen un juego de despropósitos que expresión de un orden lógico, y por ello para explicarlos nos proponemos llegar a las raíces del problema y tomar como punto de partida la comprensión de nuestro sistema económico, como un sistema monetario de producción, en el que las decisiones de producción —a nivel global— son necesariamente decisiones de endeudamiento bancario, por lo que el ahorro deja de ser el requisito previo de la inversión productiva, el dinero no es una mercancía exógena y neutral, y en consecuencia el interés debe ser visto no tanto como el precio del dinero sino como un valor redistributivo, sometido a fuertes condicionamientos institucionales y a la evolución cíclica de la economía.

A este fin, en la primera parte, nos ocuparemos de la teoría del interés de Keynes profundizando tanto en el estudio del significado revolucionario, que supusieron los principios de la demanda efectiva y de la liquidez, como en las inconsistencias lógicas que, para una construcción de la teoría del interés, podemos deducir de la exposición de los mismos llevada a cabo en la 'Teoría General'. En concreto, la imposibilidad de fundar en la liquidez el interés 'ex ante' y la necesidad de esta fundamentación para la consistencia del principio de la demanda efectiva nos ha obligado, en la segunda parte, a desbordar el marco de la 'Teoría General' y retomar algunas de las ideas expuestas en el 'Tratado' y últimos escritos, con el propósito de investigar las relaciones entre la oferta monetaria endógena y la preferencia por la liquidez, concebida esta de tal forma que permita abarcar el comportamiento de empresarios y banqueros. Por último y para poner de manifiesto la insuficiencia de un análisis estático del interés, estudiamos las fuerzas que influyen en el interés a lo largo del ciclo económico y así observaremos como el tipo de interés es, en buena medida,

resultado del conflicto, inevitable en el sistema económico capitalista, entre capitalismo financiero e industrial.

1. DINERO, INTERES Y LIQUIDEZ

En un principio los economistas clásicos intentaron explicar el interés por el rendimiento de los bienes de capital -sin distinguir muy bien entre interés y beneficio- y por el sacrificio que la dilación temporal del consumo suponía para el prestamista, 'teoría de la abstinencia'. Sin embargo, atribuir a los bienes de capital la capacidad de generar una renta de forma permanente era negar el hecho de que los bienes de capital concretos, por su naturaleza de bienes reproducibles, sólo pueden dar lugar a excedentes temporales (cuasirentas) y, por otra parte, otorgar un valor a la espera era tanto como afirmar el valor productivo del tiempo 'per se' y no por la presencia de innovación y crecimiento económico.

Ni la abstinencia por sí misma, ni juntamente con la productividad de los bienes de capital podían dar cuenta del fenómeno del interés derivado del crédito productivo y tampoco del fenómeno de la capitalización, es decir, de la conversión de los «fondos» en «flujos» y la transformación generalizada de los precios de los servicios en precios de las fuentes de estos. La pretensión de explicar el interés por las fuerzas reales de la economía había llegado a un callejón sin salida, y para salir de la confusión era necesario la construcción de una completa teoría monetaria del interés.

El interés, como prima por la disposición anticipada de una suma de dinero, tiene que ser reconocido como fenómeno específico de una 'economía monetaria de producción'; «es imposible descorrer el velo del dinero con objeto de llegar a la prima sobre bienes concretos. Si se atraviesa ese velo se cae en el vacío» (Schumpeter, 1912, p. 187). Así, en esta economía, tenemos que distinguir entre el origen y la causa del interés. El origen del interés está en la ganancia del empresario, pero su causa, como fuente permanente de renta, está en la especial naturaleza del proceso capitalista de producción, ya que en una 'economía monetaria de producción' el dinero importa al empresario porque es el único medio a su alcance para controlar los medios de producción.

Una organización económica en la que los empresarios no ejercieran este control —sociedad comunista— o en la que las empresas poseyeran todos los medios de producción —como sería el caso de una economía estacionaria en la que la autofinanciación de las empresas llegaría a ser total— no podría dar lugar a ningún tipo de abono sobre la ganancia del empresario en concepto de interés (Schumpeter, 1912, pp. 180-181)¹. Para las empresas el crédito y el interés tienen sentido porque cuando la econo-

1 En el marco de la corriente circular no existe ganancia del empresario propiamente dicha y el crédito productivo es innecesario al propio proceso, ya que los intercambios de activos también lo son. El dinero mercancía o papel, sólo actúa como «instrumento técnico

mía esta en expansión en su horizonte de decisiones los bienes presentes tienen sistemáticamente mayor valor que los futuros. El crédito monetario, en consecuencia, es necesario para poner en marcha el proceso de producción, si bien el interés —prima que el empresario paga por disponer de sumas líquidas— no puede ser otra cosa que un freno a su propia actividad productiva; la ganancia quedará reducida por el interés e incluso puede llegar a anularse en el margen.

De esta forma, podemos comprender bien la inversión que hace Keynes del pensamiento clásico, las fuerzas reales no determinan el interés sino más bien lo contrario². El dinero importa hasta tal punto que, en un mundo de incertidumbre y de contratos a plazo expresados en dinero, la especulación desestabilizadora³ puede hacer que el interés monetario esté, a largo plazo, por encima del requerido por la eficiencia marginal del capital para llegar al pleno empleo; el nivel de inversión y la productividad del capital quedan así a merced del interés.

El tipo de interés no es, por tanto, un precio de equilibrio entre el ahorro y la inversión⁴ y el dinero no es neutral. Los dos pilares de la nueva teoría del interés serán: el principio de la demanda efectiva y el de la liquidez. El primero rompe con la idea de un equilibrio entre el ahorro y la inversión y el segundo con la neutralidad monetaria de la teoría cuantitativa.

El principio de la demanda efectiva constituye la parte crítica de la teoría keynesiana del interés, invalida la teoría clásica pero no pone en su lugar una teoría nueva. Una vez introducido el proceso multiplicador, la inversión desencadena un proceso de expansión de la producción y la renta, que a su vez genera el ahorro necesario para su financiación; la igualdad entre el ahorro y la inversión puede tener lugar a muy distintas tasas de interés dependiendo de lo que ocurra con la producción, la renta y la propensión al ahorro. La búsqueda de la existencia de una tasa de interés determinada por el equilibrio entre la inversión y el ahorro resulta una quimera una vez que incorporamos al análisis la dinámica del proceso de producción que va implícita en el principio de la demanda efectiva⁵.

sin añadir nada nuevo a los fenómenos», por lo que únicamente subsiste el interés de los préstamos al consumo (Schumpeter, 1912, pp. 61-65).

2 El modelo de Wicksell supuso un importante avance en la elaboración de una teoría monetaria del interés gracias al concepto de tasa nominal de los préstamos bancarios, pero siguen siendo las fuerzas reales las dominantes; la tasa nominal converge hacia la tasa natural gracias a la flexibilidad de precios.

3 Por el contrario, en Wicksell, el proceso que se desencadena es de especulación estabilizadora.

4 «Así el análisis tradicional es defectuoso porque no ha podido aislar correctamente las variables independientes del sistema. Ahorro e inversión son las determinadas no las determinantes. Son producto gemelo de éstas, es decir, de la propensión a consumir, de la eficiencia marginal del capital y de la tasa de interés» (Keynes, 1936, p. 165).

5 Desde esta perspectiva, tampoco tendría sentido el definir un conjunto de puntos de equilibrio tal como se hace en el modelo IS-LM, ya que es imposible hacer del mismo una

Por su parte, el principio de la liquidez⁶, ha de ser interpretado, en contra de lo que es habitual, no tanto como la crítica del pensamiento clásico sino como la parte constructiva de la teoría keynesiana del interés. Y, por esta causa, el significado y contexto de la teoría de la preferencia por la liquidez en ningún modo es equiparable al de la teoría de los fondos prestables (Levy, P., 1988a, pp. 61-65); la demanda de liquidez es el eslabón que falta en la cadena que va desde la moneda a la ocupación y su objetivo inmediato es poner de relieve las dificultades de la política monetaria para bajar y estabilizar el interés a largo plazo ante un incremento de la misma⁷.

La naturaleza incierta e imprevisible de la preferencia por la liquidez, de acuerdo con Keynes, hace muy difícil en los momentos críticos convencer al público de un cambio en el curso de los acontecimientos; si se espera una subida en el tipo de interés, la expectativa se realizará y la preferencia por la liquidez aumentará y, ante una posible bajada, la retención de dinero disminuirá. La incertidumbre y la percepción de esta incertidumbre por los agentes económicos están en la base de la explicación Keynesiana de los tipos de interés, por lo que —con su autor— podemos decir que más que una teoría psicológica es una teoría convencional de la opinión que prevalece en un determinado momento acerca de los valores esperados. Por esta razón la conclusión parece, en principio, un tanto descorazonadora, pues como llegó a decir Hicks: «afirmar que la tasa de interés de valores perfectamente seguros sólo esta determinada por la incertidumbre respecto a las futuras tasas de interés no resuelve el problema; se siente la convicción profunda de que ha de haber algo más» (Hicks, 1939, p. 193).

Ahora bien, ¿donde hemos de ir a buscar ese 'algo más'? Una primera respuesta la dio Keynes al profundizar en el concepto de preferencia por la liquidez por dos caminos: primero en relación con el concepto de tasas de interés propias y, segundo, al estudiar las propiedades esenciales del dinero.

lectura dinámica sin caer en contradicciones. Un aumento de la propensión media al ahorro nos llevaría a un equilibrio con un tipo de interés bajo y mayor inversión justamente cuando la disminución de la demanda obliga a reducir la producción y la renta, pues la suma total de los dos efectos sobre la demanda será normalmente negativa; no es probable que el aumento de la inversión causado por la reducción del tipo de interés compense el descenso en el consumo por la subida de la propensión media al ahorro (Knodell, 1988).

6 «El interés ha sido considerado como la recompensa por no gastar cuando en realidad es la recompensa por no atesorar» (Keynes, 1936, p. 157).

7 Los problemas no estaban sólo en la demanda también había que considerar las limitaciones desde la oferta. La autoridad monetaria, según Keynes, se mostraba entonces igual que ahora tímida a operar directamente en valores a largo plazo y por otra parte los costes de organización y cobertura de riesgos del negocio bancario no era de esperar descendieran a compás con los dos tipos de interés; la flexibilidad al alza era mayor que a la baja y se hacía difícil bajar de determinados mínimos en el interés bancario.

1.1. TASAS DE INTERÉS PROPIAS Y TENENCIA DE ACTIVOS DURABLES

El concepto de Sraffa de «tasa de interés de la mercancía», fue utilizado por Keynes para intentar explicar con toda generalidad, incluso en una economía no monetaria, la verdadera naturaleza del principio de la liquidez. Su propósito era «averiguar en donde residía la peculiaridad del dinero que lo distingue de los otros bienes; si sólo el dinero tiene interés y qué ocurrirá en una economía no monetaria» porque «hasta que no hayamos contestado a estas preguntas no estará claro el significado de nuestra teoría» (Keynes, 1936, p. 198).

Sin embargo, al vincular su teoría de la preferencia por la liquidez con la explicación de los motivos de tenencia de los activos durables, efectúa un salto en el vacío desde el concepto de eficiencia marginal del capital al de tasa de interés propia sin delimitar claramente la diferencia entre ambos, a pesar de que la coherencia de su teoría —fundada en la distinción clara entre el principio de la liquidez y el de la demanda efectiva— así lo exigía.

Para cada bien o factor productivo —sostiene Keynes— existe una tasa de interés propia en términos de sí mismo, ya que puede no ser equivalente la disposición presente de un bien y la futura; cuando la entrega de una cantidad a la vista y la futura coinciden el interés es cero, pero si es mayor la futura el interés será positivo y si es menor negativo. Las relaciones de intercambio de presente sobre futuro entre los distintos bienes deberán tener, por tanto, en cuenta las respectivas tasas de la misma manera que «los cambistas están familiarizados con el hecho de que la tasa de interés no es igual siquiera para dos monedas distintas» (Keynes, 1936, p. 199). De este modo, aquel bien cuya tasa propia se resista a la baja a medida que aumenta la producción es el que operará como patrón de valor, señalará la dirección de la producción y su oferta tenderá a aumentar.

No obstante, lo que es cierto para una economía de intercambio real no lo es para una 'economía monetaria de producción'. En esta última, la elección del patrón de valor no se efectúa de este modo; las tasas de interés propio de cada bien o activo, medidas en dinero, no son otra cosa que el concepto de eficiencia marginal del capital ampliado para tener en cuenta la prima de liquidez⁸ y, por otra parte, como en esta economía los únicos contratos a plazo sobre un mismo bien son los expresados en dinero, hablar de tasas de interés propias para aquellos bienes que no son dinero

8 Para cada bien Keynes distingue tres atributos: «a» depreciación o apreciación monetaria, para el dinero este porcentaje será cero; «q» rendimiento en términos del bien, no todos los bienes rinden servicios productivos o consuntivos de este tipo, para el dinero este rendimiento también será nulo; «c» costes de almacenamiento, en el caso del dinero serán prácticamente inexistentes, y «l» prima de liquidez que incluye también la valoración del riesgo. La tasa de cada bien será por tanto $a + q - c + l$, y lo que principalmente distingue al dinero de los demás bienes es la mayor prima de liquidez y los menores costes de almacenamiento: «l» mayor que «c».

carece de sentido (Lévy, P., 1988b, p. 336)⁹; de la misma manera que para el dinero carecería de sentido hablar de tasas propias negativas¹⁰.

El traslado sin más de los conceptos, aplicables al análisis de una economía de trueque o a las relaciones de cambio entre divisas, a la interpretación de las relaciones que tienen lugar en una 'economía monetaria de producción' no es posible; en esta economía la única tasa de interés propia es la del dinero y no se puede hablar de liquidez si no es medida en términos de dinero¹¹.

En resumen, la tasa de interés del dinero gobierna, por necesidad, la orientación de la producción y la tenencia de los activos no monetarios, porque en equilibrio la eficiencia marginal de cada activo —entendida en sentido amplio tal como la acabamos de definir— debe ser igual a la tasa de interés. No sólo es superfluo sino confuso el hablar indistintamente de tasa de interés propio y eficiencia marginal del capital; en una economía monetaria la tasa de interés propia es inconcebible para activos que no son dinero y, en una economía de trueque, ambos conceptos son idénticos para el bien que domina la producción y es patrón (Lévy, P. 1988a, p. 324).

Por esta causa, sería un error pretender equiparar los motivos de demanda de dinero con los que determinan la tenencia de los restantes activos durables, porque como advierte Keynes, a pesar de su confusión al elaborar el concepto de tasas de interés propias, el tipo de interés del dinero está gobernado por fuerzas autónomas y anteriores a los valores de la eficiencia marginal de los restantes activos. «..La economía ortodoxa sostiene que las fuerzas que determinan el valor común de la eficiencia marginal de diferentes activos son independientes del dinero, el cual tiene, por decirlo así, ninguna influencia autónoma de tal manera que los precios se mueven hasta que la eficiencia marginal del dinero, esto es el tipo de interés, cae en línea con el valor común de la eficiencia marginal de los otros activos determinada por fuerzas ajenas. Mi teoría, por el contrario sostiene que este es un caso especial y que por lo general lo opuesto es lo verdadero, es decir, la eficiencia marginal del dinero esta determinada, en buena

9 No puede extrañarnos que Keynes cuando pretende darnos la tasa de trigo nos da la tasa del dinero medida en trigo; si el precio en dinero para entrega futura de una misma cantidad de trigo es un 7 % mayor que el de la entrega inmediata y la tasa del dinero es del 5 %, la tasa monetaria del trigo será $(105/107) 100 - 100 = - 2 \%$ (Keynes, 1936, p. 199).

10 Dos condiciones son necesarias y suficientes para que la tasa de interés del dinero sea no negativa: costes de conservación nulos y ser patrón de valor, ya que lo primero impide un rendimiento negativo y lo segundo asegura que este rendimiento es medido en términos de sí mismo.

11 Hablar de liquidez de un bien en términos de sí mismo —como hace Keynes en el capítulo 17 de su «Teoría General»— sólo tendría sentido en una economía de trueque. «La cantidad (medida en términos de sí misma) que está dispuesta a pagar —la gente— por la conveniencia o la seguridad potenciales proporcionadas por este poder de disponer (deducción hecha del rendimiento o el costo de almacenamiento que lleva consigo el bien) la llamaremos prima de liquidez» (Keynes, 1936, p. 201).

medida, por fuerzas propias y los precios se mueven hasta que la eficiencia marginal de los restantes activos se equipara al tipo de interés»¹².

1.2. PROPIEDADES ESENCIALES DEL DINERO

En segundo lugar Keynes analiza las propiedades esenciales del dinero, para deducir de ellas las fuerzas que determinan el tipo de interés e impiden su descenso hasta alcanzar el nivel de inversión de pleno empleo:

- la elasticidad de producción del dinero es cero o muy baja, lo cual quiere decir que la oferta monetaria, a diferencia de la oferta de los demás bienes no varía o lo hace en muy pequeña medida,
- la elasticidad de sustitución es baja o nula, lo que impide desplazamientos de la demanda hacia otros bienes en los que, a diferencia del dinero, la producción supondría empleo,
- existe rigidez de los salarios monetarios a la baja, lo que impediría la liberación de recursos monetarios para satisfacer las demandas de liquidez, y
- la prima de liquidez del dinero es alta; los contratos salariales se fijan en dinero y son estables, porque para Keynes la producción fluctúa más que los precios y los salarios reales más que los monetarios.

En suma, supuesta la limitación a la expansión de la cantidad de dinero en circulación (elasticidad de producción nula o baja), la tasa de interés sobre el dinero vendrá determinada por la elasticidad de sustitución del dinero por otros activos, que a su vez depende de las instituciones y condiciones que regulan la producción y los intercambios.

Cuando el normal funcionamiento de la economía se desenvuelve en forma de contratos monetarios al contado y a plazo —como ocurre en una 'economía monetaria de producción'— las tenencias de dinero cumplen una función económica esencial, baja elasticidad de sustitución, porque permiten a los agentes económicos comprometerse hacia el futuro en un horizonte de imprevisión e incertidumbre¹³; la especial naturaleza del dinero como patrón y medio de cambio le hacen especialmente apto como activo de reserva para diferir decisiones y evitar compromisos irreversibles en el campo de negocios¹⁴. La estabilidad del valor de la moneda deviene

12 Citado por Kregel, 1982, p. 462.

13 «Las expectativas sensibles dependen de la evolución de las instituciones humanas que permiten a los mortales hacer frente a lo desconocido. En un mundo tal, el atributo de dignidad asociado a la motivación humana esta necesariamente vinculado a la sensibilidad, no a la racionalidad» (Davidson, 1988, pp. 170 y 171).

14 Esto explica que ni siquiera en el caso límite de una hiperinflación las tenencias de activos líquidos lleguen a anularse aunque sin duda se reducen, por lo que al subir la inflación (tipo impositivo) la disminución de la cantidad de dinero retenida en relación a la renta (base del impuesto) tiende a provocar una caída en la «recaudación» del «impuesto de inflación» (Tanzi, 1986). En estos casos la divisa nacional en alguna medida, depen-

así una necesidad para el buen funcionamiento de los procesos de intercambio y producción, pero ¿qué ocurre cuando la moneda es erosionada en su valor por la inflación? y ¿en qué momento del proceso de producción hemos de situar la preferencia por la liquidez: al inicio —interés 'ex ante'— o al cierre del mismo —'ex post'—.

3.3. PRIMA DE LIQUIDEZ, INFLACIÓN Y TIPO DE INTERÉS 'EX ANTE'

La prima de liquidez sobre una suma de dinero en una economía monetaria de producción es consecuencia del especial papel que el dinero como institución social desempeña en la organización de la actividad económica. En principio, no sólo debemos esperar que sea alta —baja elasticidad de sustitución—, sino que tampoco podemos esperar mucho de su estabilidad.

La necesidad de cumplir con las obligaciones en dinero a su vencimiento presiona al alza la demanda de dinero cuando la incertidumbre aumenta. Por esta razón, si la inflación aumenta la incertidumbre, muy bien puede ocurrir que el crecimiento de los tipos nominales supere al de la inflación y tenga lugar un alza en el tipo de interés real, aunque por otro lado el efecto contrario también puede ocurrir. Cuando la inflación es imprevista, a corto plazo, puede erosionar el valor de las tenencias de dinero y hasta llegar a hacer temporalmente la tasa de interés real negativa.

Una organización económica basada en contratos monetarios supone que las decisiones se toman en valores nominales y, por consiguiente, la capacidad de sustitución del dinero por la tenencia de otros activos no opera ni con la facilidad ni con la rapidez que los monetaristas suponen. La huida del dinero y de los préstamos en dinero, cuyo interés real ha bajado, hacia bienes refugio de carácter real, no es siempre una defensa posible frente a una inflación, sea ésta prevista o no; la mayor demanda de estos activos puede hacer subir sus precios hasta hacer nulos los beneficios esperados de su tenencia. Así los posibles prestamistas no tendrán la oportunidad de desviar fondos y elevar las tasas de interés nominales pues, aún cuando no se llegara a efectuar ninguna transacción, un nuevo equilibrio de precios se alcanzaría que anularía las ventajas de la adquisición de estos bienes refugio (Davidson, 1988, p. 166). No es nada evidente la existencia de una prima de inflación sobre el tipo de interés del dinero —como suponía Fisher— que permitiese mantener el nivel de interés real; los valores económicos se miden en dinero y no el dinero en términos de los demás bienes.

Ahora bien, si como consecuencia de la inflación el tipo de interés real puede bajar para luego subir y, por otra parte, el impacto de la inflación puede incidir también sobre el valor de la eficiencia marginal del capital y

diendo de las circunstancias institucionales concretas, puede ser sustituida por una divisa extranjera.

el nivel de producción¹⁵, se nos plantea el problema de la determinación 'ex ante' del tipo de interés real, en cuanto que es el resultado de las múltiples fuerzas que operan con independencia tanto sobre las tasas de inflación esperadas como sobre los tipos nominales.

¿Cómo es posible la determinación 'ex ante' del tipo de interés, si la prima de liquidez no es ajena a lo que ocurre en la producción y en el nivel de precios? y, en sentido contrario, si sólo puede ser determinada 'ex post' ¿cómo puede regular la inversión y el proceso de producción tal como suponía Keynes?.

La única alternativa que nos queda es, supuesta una tasa de inflación esperada, distinguir entre un tipo de interés 'ex ante' que regula las decisiones de inversión y el nivel de renta —principio de la demanda—, y un interés 'ex post' —principio de la liquidez—, cuya determinación no puede ser anterior al momento en que la renta es generada y se decide acerca de su destino; en concreto de la forma en que se va a materializar el ahorro.

En una visión estrictamente circular de la actividad económica, propia de la concepción basada en el intercambio entre equivalentes, esta distinción carecería de sentido; la disponibilidad de liquidez para financiar la producción es a un tiempo resultado final y posibilidad inicial del proceso de producción. Pero en este caso, ¿donde quedaría el papel del principio de la demanda efectiva como impulsor primigenio de la vida económica?. A nuestro entender, la distinción entre interés 'ex ante' y 'ex post' no es irrelevante y el intento de Keynes de fundamentar el interés en el principio de la liquidez sólo puede referirse al interés 'ex post', pues de lo contrario tendríamos que negar toda la sustancia innovadora de su construcción basada en el principio de la demanda efectiva; el principio de la liquidez no es tan independiente del de la demanda efectiva como para poder cerrar «ex ante» la indeterminación de éste último (Lévy, 1988a, p. 325).

De este modo, podemos detectar en la teoría del interés expuesta por Keynes en su «Teoría General» las siguientes lagunas e insuficiencias:

- falta una teoría del interés 'ex ante' fundamento de las decisiones empresariales,
- en su análisis se ocupó prioritariamente de los mercados financieros y de la liquidez de las economías domésticas, en detrimento de la investigación —iniciada en el «Tratado» (1930, caps. 3 y 15 vol. I) y retomada con posterioridad en su análisis del 'motivo financiero'— de los mercados monetarios y de la demanda de liquidez de empresarios y banqueros,

15 El efecto estimulante de la inflación sobre la eficiencia marginal del capital es evidente a menos que la incertidumbre conduzca a un empeoramiento de las expectativas empresariales, pues «el error está en suponer que los cambios probables en el valor del dinero reaccionan directamente sobre la tasa de interés en lugar de hacerlo sobre la eficiencia marginal de un volumen dado de capital» (Keynes, 1936, p. 131).

— parte de una oferta de dinero exógena, para acentuar el carácter endógeno del tipo de interés y el papel estratégico de la preferencia por la liquidez, frente a la endogeneidad de la oferta monetaria defendida en el «Tratado» y escritos posteriores a 1936.

La dificultad de introducir el principio de la demanda efectiva es, a nuestro parecer, lo que en el fondo subyace bajo estas vacilaciones de Keynes, ya que este principio es el fundamento de una nueva visión de la economía: la 'economía monetaria de producción' frente a la 'economía de intercambio' tradicional. Y, por consiguiente, no debe sorprendernos la existencia de una dualidad en la comprensión de los principios de liquidez y demanda efectiva; el análisis de la liquidez y de la demanda especulativa encuentran su fundamento en el intercambio entre dinero y rentas perpetuas, mientras que el de la demanda efectiva supone una ruptura radical, pues las decisiones de producción, en su anticipación del futuro, son ahora el fundamento del intercambio y no al revés como en los planteamientos neoclásicos.

Por esta razón, para poder construir una teoría coherente del tipo de interés hemos de volver la vista al papel del crédito en la producción o, lo que es lo mismo, hemos de estudiar el significado de la creación del dinero en una 'economía monetaria de producción'. Pues en esta economía, el dinero entra en la circulación como creación «ex nihilo» del sistema bancario y, en consecuencia, no está sometido a ninguna presión de escasez equivalente a la que experimentan los demás bienes. La demanda de liquidez —ampliada ahora para tener en cuenta la preferencia por la liquidez de empresarios y banqueros— no puede operar de la misma forma que cuando suponíamos una elasticidad de producción del dinero nula o muy baja; cuanto más nos aproximemos a una concepción de la oferta de dinero endógena menos importancia tendrán las presiones de liquidez sobre la determinación de los tipos nominales, aunque en ningún caso estas presiones llegarán a desaparecer (Dow y Dow, 1989).

2. EL INTERES EN UNA ECONOMIA DE ENDEUDAMIENTO

La economía de endeudamiento se distingue de la de mercado por el origen de los fondos de financiación de las empresas. Si estas acuden preponderantemente a los mercados financieros, mediante emisiones directas, decimos que la economía es de mercado, pero si por el contrario la principal fuente de financiación procede del sistema bancario, bien directamente o a través de intermediarios, entonces estamos en una economía de endeudamiento (Poulon, 1982).

Con todo, si es cierto que en diferentes países la importancia relativa del mercado monetario frente al mercado de capitales puede ser muy dispar¹⁶ y dar lugar a procesos institucionales muy diferentes, no es menos

16 En EE.UU. la importancia del mercado de capitales es mucho mayor que en la Europa continental.

verdad que ello no altera la verdadera naturaleza de las economías monetarias de producción respecto a la posición estratégica dominante de las relaciones entre el sector bancario y las empresas¹⁷.

Por este motivo y a partir de la sugerencia de Winnett (1992, pp. 60 y 61) —acerca de la necesidad de considerar conjuntamente los aspectos abstractos y permanentes del dinero y aquellos que tienen que ver con la realidad concreta de los mercados e instituciones financieras—, a continuación vamos a explorar la naturaleza del dinero y el interés siguiendo un camino que procede desde el análisis del circuito monetario (abstracto) hasta la consideración de la política concreta del Banco Central y el comportamiento de los agentes económicos privados (concreto).

2.2. EL CIRCUITO MONETARIO: FINANCIACIÓN BANCARIA Y MERCADO DE CAPITALES.

Desde una perspectiva macroeconómica, la financiación bancaria no es una alternativa equiparable a la del mercado, ya que es precisamente a través de ella como el dinero entra en la circulación y hace posible la realización monetaria del beneficio y del interés, como ha puesto de relieve la ‘teoría del circuito’¹⁸. La proposición básica de esta teoría establece que el sistema económico ha de ser comprendido como un sistema monetario de producción; un sistema monetario de intercambio simple no permitiría entender como el dinero afecta a la coherencia interna del sistema, a la estructura productiva y a las condiciones que regulan la distribución.

Así, la ‘teoría del circuito’ analiza el sistema económico desde la lógica de la circulación monetaria entre tres polos principales de decisión: banqueros, empresarios y economías domésticas.

Los empresarios necesitan dinero-crédito¹⁹ o promesas de pago aplazadas para cubrir los anticipos al proceso de producción, y los banqueros conceden estas promesas, las cuales serán destruidas al final del circuito cuando los empresarios devuelvan los créditos pendientes a su vencimiento; la renovación del crédito hará posible el inicio de un nuevo circuito. Por su parte, las economías domésticas reciben, en pago de los recursos aportados a las empresas: salarios, dividendos e intereses, que a su vez

17 La incorporación, que más adelante haremos, del sector público y del sector exterior no va a modificar esta proposición.

18 La teoría del circuito ha sido desarrollada a partir de los años setenta por diversos autores, principalmente de habla francesa, en artículos recogidos de forma preferente en: *Economie Appliquée*, *Economies et Sociétés*: serie Monnaie et Production y la *Revue d’Economie Politique*. Los antecedentes de la misma han de buscarse en los conceptos de circuito del capital, Marx, corriente circular y desenvolvimiento económico, Schumpeter, y en la interacción entre crédito, inversión, beneficio y liquidez tal como ha sido desarrollada en las obras de Kalecki y Keynes (*Tratado y Teoría*).

19 Esta concepción del dinero, propia de los post-keynesianos, puede verse también en Arestis (1988) y tiene su origen de forma paradójica ya que en esta obra supone el nivel de producción constante, en el Keynes del *Tratado* (1930, pp. 34-49, Vol. I).

retornan a las empresas en forma de consumo o ahorro materializado en suscripción de acciones u obligaciones. De esta manera, el dinero, flujo no fondo, como capital financiero guía la producción real y la formación del capital industrial, circuito real, dando lugar a un doble circuito monetario: el que tiene lugar entre los banqueros y empresarios y el que se deduce de las relaciones entre empresarios y economías domésticas.

Puede ocurrir que el circuito real —de transformación del trabajo en mercancías de consumo— el monetario entre banqueros y empresarios y el que tiene lugar entre estos últimos y las economías domésticas no tengan la misma duración (Vallageas, B., 1988, pp. 362-3ú0).

Cuando la fecha del vencimiento de los créditos de las empresas frente a los bancos y el momento de la recuperación por parte de las empresas de la moneda distribuida a las economías domésticas coinciden no habrá ningún problema; las empresas devuelven sus créditos —el dinero creado al principio del circuito es destruido— y con una nueva creación de dinero puede iniciarse el siguiente circuito²⁰. En este supuesto el sector empresarial no necesita endeudarse frente a las economías domésticas para cumplir con sus compromisos frente a los bancos; o bien el margen sobre el coste de los precios de los bienes de consumo es suficientemente elevado para cerrar el circuito —el ahorro de las economías domésticas es nulo y todo el ahorro es empresarial—, o bien el ahorro de las economías domésticas se materializa en su totalidad en la adquisición de acciones²¹. El circuito real tiene una duración mayor que los dos circuitos monetarios pues la inversión y el ahorro son positivos, pero al ser la duración temporal entre estos dos últimos la misma y no producirse ningún préstamo de las economías domésticas a las empresas estamos en una economía de puro endeudamiento bancario.

De la misma forma, cuando la totalidad del ahorro de las economías domésticas es atesorado en depósitos bancarios, estos depósitos deberán ser reciclados por los bancos de nuevo hacia las empresas para que éstas puedan cerrar el circuito, con lo que seguimos en una economía de puro endeudamiento²². La mayor duración del circuito monetario entre las empresas y las economías domésticas que la del que tiene lugar entre aquellas y los bancos se traduce en un mayor volumen de préstamos bancarios.

Por último, cuando el ahorro de las economías domésticas —en todo o en parte— no es destinado ni a la adquisición de acciones ni a la de activos líquidos frente a los bancos, las empresas para poder cubrir sus com-

20 Naturalmente en la vida real los circuitos se superponen y las diferentes empresas continuamente están iniciando y terminando nuevos circuitos.

21 En un caso aumenta el valor de las acciones por la acumulación de reservas y en otro porque aumenta su número.

22 El aumento de la liquidez por parte de las economías domésticas impide a las empresas recuperar el dinero entregado a estas y devolver a los bancos los empréstitos de su vencimiento, por lo que los bancos deberán aumentar en esta cuantía su volumen de crédito con las empresas.

promisos con los bancos se ven obligadas a endeudarse con las economías domésticas, dando lugar a la aparición del mercado de capitales a interés.

La 'teoría del circuito', en consecuencia, diferencia claramente entre la financiación bancaria y la financiación a través del mercado de capitales, pero tiene mucho cuidado en separar dentro de la financiación bancaria entre las operaciones de mera intermediación financiera y las de nueva creación monetaria; sólo estas últimas constituyen la llamada 'financiación inicial' mientras que el resto de la financiación bancaria, junto con la que se lleva a cabo en el mercado de capitales, es denominada 'financiación final'.

La 'financiación inicial' desempeña así un papel estratégico esencial en la dinámica del sistema al hacer posible la realización de las expectativas de los empresarios. Sirve de puente entre la producción y la adquisición final de los bienes de consumo y de inversión²³, ya que cubre los pagos que los empresarios realizan en el momento en que las rentas son anticipadas por ellos pero todavía no han sido producidas y ganadas (Graziani, 1990, pp. 14-16). Por el contrario la 'financiación final' consiste en el empleo de rentas previamente ganadas. La producción y renta que hizo posible la 'financiación inicial' permite también la formación de un capital gracias al ahorro de las economías domésticas sobre estas mismas rentas; o el valor del patrimonio empresarial aumenta —incremento de reservas o suscripción de nuevas acciones— o lo hace el endeudamiento bancario, como consecuencia de la mayor demanda de liquidez de las economías domésticas o, finalmente, crece el endeudamiento en el mercado de capitales a interés.

De este modo, podemos afirmar ya que la financiación bancaria necesariamente es la que domina el proceso de producción en una economía monetaria de producción; gracias a ella el dinero entra en la circulación y hace posible la monetización y homogeneización del valor trabajo (Foley, 1986), la realización monetaria del beneficio y el pago del interés. El mercado de capitales cumple por su parte la función de hacer posible el reflujo hacia las empresa de los flujos que previamente habían sido puestos en circulación por ellas —en forma de salarios, dividendos o intereses— a partir de los empréstitos previamente concertados con los bancos; los intereses y dividendos abonados por las empresas a las economías domésticas son equiparables al salario y su naturaleza económica es muy diferente de la de los intereses pagados a los bancos²⁴.

23 El cuarto motivo de demanda de dinero de Keynes el «motivo financiero» o poder de compra retenido por el empresario entre la concesión del crédito y el empleo del mismo, no puede ser integrado en el marco de la «Teoría General»: motivo, transacción y dinero exógeno. En una economía en crecimiento es precisa la financiación de nueva creación, pues la financiación intermediada exigiría aumentos en la velocidad de circulación y subidas del tipo de interés; el proceso no es ahorro-inversión sino financiación-inversión-renta-ahorro (Grazini, 1987).

24 Los intereses bancarios no pueden ser pagados de otra manera que con su propio crédito, ya que las empresas al final del circuito tendrán que reintegrar a los bancos un importe monetario superior al recibido. De este modo, los bancos gastan en salarios y

3.2. TIPO DE INTERÉS, OFERTA MONETARIA ENDÓGENA Y PREFERENCIA POR LA LIQUIDEZ

La descripción que acabamos de hacer del circuito monetario nos va a permitir fundamentar adecuadamente la naturaleza endógena de la oferta monetaria y su consecuencia directa: el carácter exógeno del tipo de interés.

El dinero en este contexto es primariamente un flujo y no un fondo, ya que entra en la circulación como crédito a instancias del sector empresarial y, por este motivo, el nexo causal de la creación monetaria no arranca de una decisión autónoma de la autoridad monetaria, sino que se inicia con las expectativas empresariales —principio de la demanda efectiva— y termina con la respuesta última a estas expectativas por parte del Banco Central.

Los préstamos causan los depósitos y así el endeudamiento bancario es esencial a esta economía porque, desde un punto de vista macroeconómico, las empresas no pueden dejar de endeudarse de forma creciente con el sistema bancario, pues de lo contrario no podrían hacer efectiva la realización monetaria de los beneficios ni pagar los intereses a los propios bancos (Lavoie, 1982). El volumen de dinero creado y no destruido, que en cualquier instante de tiempo aparece como un fondo, en forma de depósitos retenidos —principio de la liquidez—, no está tanto determinado por las decisiones de cartera y la estructura y nivel de los tipos de interés como por el ‘motivo financiero’, asociado a la renta a generar por el flujo inicial de préstamos, y por la cuantía de la renta efectivamente producida. Su naturaleza es la de una demanda residual a la que se acomodan los bancos privados, por lo que la base monetaria no es el punto de partida de circulación monetaria sino su resultado final; cuando la necesidad de cubrir el coeficiente de reservas bancarias se hace imperativo, los créditos que exigen esta cobertura ya han sido concedidos (Lavoie, 1992, p. 170).

De este modo, en contra del monetarismo, la ‘teoría del circuito’ defiende que nada hay que pueda limitar la creación de dinero por el sistema bancario frente a una demanda de crédito solvente por parte de los empresarios; el Banco Central es ajustador de precio no de cantidad y, por ello, el interés del mercado bancario es a un tiempo un parámetro fijado por la autoridad monetaria y el determinante del interés del mercado financiero; ya que para los empresarios siempre existirá la opción de acudir al mercado bancario en el supuesto de que el interés del mercado financiero se situara por encima de aquel.

El tipo de interés ya no puede operar como un precio de mercado que, al igual que para cualquier otra mercancía, ajustase con sus subidas y bajadas los excesos de demanda u oferta; la oferta y la demanda son interdependientes y la última palabra acerca del tipo de interés corres-

demás pagos las rentas que todavía no han ganado, aunque más tarde estas rentas serán validadas por la producción cuando sus perceptores hagan efectivo su poder de compra sobre las empresas.

ponde al Banco Central, si bien esta palabra no es absoluta ni se pronuncia en el vacío.

Así, sin perder de vista la lógica abstracta del dinero en una economía en la que el endeudamiento bancario pone en marcha y sostiene el proceso de producción e intercambio, hemos de estudiar la realidad concreta de las instituciones y canales financieros para poder llegar a la determinación efectiva del tipo de interés. La naturaleza endógena de la oferta monetaria ha de ser matizada por la forma concreta que adopte la política más o menos acomodaticia del Banco Central; la preferencia por la liquidez de todos los agentes implicados: bancos, empresas y economías domésticas; las opciones de gestión de pasivos de los bancos privados, y el proceso de innovación financiera.

En efecto, el grado de acomodación del Banco Central a las demandas de los bancos privados y de éstos a las exigencias de las demandas privadas es lo que permite distinguir entre distintos grados y modos de endogeneidad (Pollin, 1991). En el centro de la discusión figura el tipo de interés ya que la causalidad puede actuar desde el Banco Central a los mercados financieros o desde estos últimos a la política del Banco Central (Moore, 1991).

La capacidad del Banco Central para fijar los tipos de interés a corto durante largos períodos con independencia de las condiciones de la demanda agregada y los mercados financieros es lo que caracteriza la posición acomodaticia²⁵. Cuando el Banco Central responde con frecuencia mediante subidas y bajadas del interés a los movimientos en los mercados de bienes y financieros para ajustar los valores de los objetivos macroeconómicos, el tipo de interés puede aparecer positivamente relacionado con la oferta de dinero, posición estructuralista o no acomodaticia, y un cierto grado de ajuste precio entre la oferta y la demanda de dinero tendría lugar. La preferencia por la liquidez de bancos privados, empresas y economías domésticas no será ya un elemento extraño en la determinación del tipo de interés, sobre todo en los tipos a largo plazo, ni dejará de influir en las relaciones entre las tasas del mercado financiero y bancario.

De esta suerte, para analizar los canales a través de los cuales la política no acomodaticia afecta a los tipos de interés es importante distinguir entre aquellas economías en las que la financiación extrabancaria tiene mayor preponderancia —autoeconomías— y aquellas otras en las que esta mayor preponderancia corresponde a la financiación bancaria —economías de giro en descubierto— (Hicks, 1974, pp. 54-56).

En una economía de endeudamiento es habitual que las empresas mantengan una línea abierta de crédito con los bancos sin utilizar. La preferencia por la liquidez de las empresas no se interfiere en los canales de la política monetaria ya que los pagos de aquellas son atendidos con incre-

25 Para Moore (1988) el Banco Central fija el interés a corto pero la oferta de dinero depende del crecimiento de los salarios.

mento de endeudamiento, no con reducción de activos líquidos previamente acumulados, al que los bancos privados están normalmente en condiciones de atender gracias a la línea de descuento que a su vez tienen abierta en el Banco Central. El instrumento preferente de política económica por parte de la autoridad monetaria es el tipo de interés y los bancos privados se comportan de igual modo como fijadores de precio estableciendo un margen sobre el precio oficial del dinero.

No obstante, es un hecho que los bancos privados efectúan diariamente una política de racionamiento del crédito de acuerdo con las circunstancias de la economía y de las empresas, por lo que es una cuestión debatida si este racionamiento se traduce en un aumento de los tipos de interés, es decir, si la aplicación de una prima de riesgo por parte de los bancos se traduce en una curva de oferta de dinero creciente. Sin duda la respuesta a esta interrogante no es fácil, porque la distinción sutil entre movimientos y desplazamientos en la curva de oferta de dinero es difícil de identificar en los estudios empíricos (Palley, 1991). Desde un punto de vista microeconómico es una realidad cotidiana la aplicación de condiciones y cláusulas más duras de endeudamiento para algunas empresas, las cuales por otra parte no siempre se traducen en una subida específica del tipo de interés aplicable. Pero desde una perspectiva macroeconómica, es preciso reconocer que los modos de comunicación entre el Banco Central, los bancos privados y las empresas van bastante más allá de la estricta fijación de los tipos de interés. En un mundo de información imperfecta es evidente que el precio no puede ser el único mecanismo de ajuste entre prestamistas y prestatarios, porque es necesario tener en cuenta otros aspectos en las relaciones entre banqueros y empresarios como son el 'azar moral' y la 'selección adversa' (Gaffard y Pollin, 1988).

Así pues, habida cuenta de lo que venimos diciendo, podemos afirmar que una política restrictiva no acomodaticia del Banco Central se va a traducir en fijaciones al alza de los tipos de interés —desplazamientos de la oferta monetaria más que movimientos— o en controles crediticios. Ahora bien, cuando las presiones del Banco Central sobre los bancos privados y de éstos sobre las empresas son muy fuertes es de prever un ajuste en la dirección de una intensificación de los mercados financieros en relación al mercado bancario, es decir, hacia un aumento del peso de la autoeconomía y de la preferencia por la liquidez de banqueros, empresarios y economías domésticas.

En primer lugar, los bancos pueden verse forzados a liquidar parte de sus carteras de fondos públicos o a proceder a políticas agresivas de pasivo para poder hacer frente a sus compromisos ante una política restrictiva de la autoridad monetaria. Los tipos de interés tenderán a subir hasta que el Banco Central se vea forzado a mayor apertura y, al propio tiempo, la potenciación de los mercados financieros y de la innovación financiera serán la consecuencia natural de estas políticas (Rojo, 1988). Además, la estructura financiera de la economía puede verse alterada debido a la mayor oferta por parte de los bancos privados de depósitos líquidos porta-

dores de interés, con lo que el efecto de sustitución hacia activos más líquidos acarreará la consecuencia inmediata de un acortamiento en los plazos de financiación. Lo que en un principio impulsó los mercados financieros puede dar como resultado una nueva potenciación del control de la economía por el sistema bancario más celoso de su liquidez y, por tanto, menos deseoso de conceder créditos a largo plazo.

En segundo lugar, las empresas se verán también obligadas a modificar su estructura de activos y pasivos. La mayor incertidumbre acompañada del aumento en la preferencia por la liquidez de las economías domésticas tiende a alargar el cierre del circuito y las empresas habrán de refinanciar circulante antes que acometer nuevos proyectos que supongan una mayor inversión fija. La estructura de activos se hará más líquida por esta razón, pero también porque las estrategias de concentración, ahora posibles debido a la crisis de ventas, ocasionada por el aumento de la preferencia por la liquidez, exigen más liquidez en las empresas mejor situadas (Dow y Dow, 1989. p. 152). Y por lo que se refiere al pasivo, la deseada consolidación de un exigible a más largo plazo empujará hacia arriba al tipo de interés a largo en los mercados financieros pero con un sesgo también a favor de las empresas mejor situadas.

En suma, podemos afirmar con Hicks (19ú6) que la política monetaria tiene modos menos directos de actuación cuanto mayor es la importancia de los mercados financieros frente al mercado de crédito bancario y estos modos menos directos pueden mermar su efectividad. Un descenso en los tipos de interés elevará el precio de los activos aumentando el valor de las reservas con lo que se elevará la liquidez y en principio esta mejora de la liquidez debería hacer posible el incremento de la inversión real, pero para que este efecto sea significativo será preciso que estas reservas lo sean en valores a largo plazo, pues no es de esperar que las reservas a corto sean muy sensibles a los cambios en el tipo de interés. De esta suerte, el modo en que las economías privadas valoren el diferencial entre los tipos a corto y a largo es decisivo; un cambio estimado temporal en los tipos a corto no podrá tener gran repercusión sobre los valores y tipos a largo, para que así sea es necesario que las variaciones a corto en los intereses bancarios se estimen permanentes y no simplemente transitorias.

No obstante, en último término, la preferencia por la liquidez del Banco Central, expresada en el tipo de endeudamiento básico con el sector bancario o en el de los títulos públicos de menor plazo, establece la norma fundamental para el endeudamiento de todos los agentes económicos y, por consiguiente, cuanto mayor sea la firmeza de aquel menos probable será que la preferencia por la liquidez de éstos de lugar a un diferencial amplio entre los tipos a corto y a largo. El Banco Central fija la norma en función de las circunstancias de los mercados, su decisión será siempre el resultado de un compromiso entre la estabilidad del valor de la moneda y los niveles de actividad económica y empleo, cuando este compromiso se rompe aparece la inestabilidad económica y financiera.

En resumen, desde nuestro punto de vista, en una ‘economía monetaria de producción’, el interés es ante todo un valor distributivo, fiel reflejo de los desequilibrios y contradicciones del sistema, y no un precio equilibrador del mercado; se paga con el beneficio y es el resultado de las relaciones de conflicto y acuerdo entre todos los agentes implicados —bancos, empresas y economías domésticas— en el proceso de creación y mantenimiento del valor de la moneda entendida como dinero-crédito. Los límites inferior y superior al tipo de interés vienen fijados respectivamente por los costes de intermediación bancaria incluido el riesgo y por la tasa de beneficios de las empresas, que a su vez depende, como hemos visto, de las respectivas duraciones del circuito real y monetario. Su nivel efectivo resultará, por tanto, del crecimiento de la productividad, del comportamiento de los salarios y del reparto que del excedente se haga entre empresarios y rentistas financieros; «la teoría del valor se ha convertido en una teoría monetaria, y la continuidad en la estabilidad del sistema de precios es en último término un problema de mantenimiento de ciertas convenciones sociales» (Winnett, 1992, pp. 59 y 60).

Vemos así como las imprecisiones de la teoría del interés del Keynes de la ‘Teoría general’ encuentran una solución profundizando en los elementos esbozados por él mismo en el ‘Tratado’ y últimos escritos: la endogeneidad de la oferta monetaria; la distinción entre circulación industrial y circulación financiera, y el concepto de ‘motivo financiero’. Las relaciones jerárquicas entre el mercado bancario y el mercado financiero y la estratégica posición de la preferencia por la liquidez del sistema bancario nos llevan a una concepción híbrida del tipo de interés, resultante de un conjunto de convenciones sociales y fuerzas económicas; ni es posible considerarle exclusivamente como un parámetro social ni tampoco una variable puramente endógena. Y por esta causa, en un contexto dinámico, las variaciones en el tipo de interés dependerán no sólo del momento cíclico de la economía, del comportamiento del sector público y de la evolución del sector exterior, sino también de la clase de políticas de estabilidad que se adopten.

3. EL INTERES, LAS CRISIS FINANCIERAS Y LA POLITICA ECONOMICA

La teoría del interés en una economía dominada por el capital financiero y el dinero-crédito, ha dejado de estar a merced exclusiva de la preferencia por la liquidez o de las limitaciones de un fondo de ahorro; la incertidumbre y el desequilibrio son inherentes al propio proceso de la ‘economía monetaria de producción’. La expansión económica corre paralela a la financiera y las crisis van siempre acompañadas de inestabilidad financiera, dando lugar de forma recurrente a depresiones e insolvencias financieras.

En este contexto, el comportamiento del sistema financiero, aún cuando pensemos que no es el causante del ciclo económico, es para nosotros parte

fundamental en la explicación de la duración e intensificación del mismo y, por este motivo, la determinación del tipo de interés no puede ser ajena al modo en que las fuerzas económicas, reales y monetarias, operan en la economía a lo largo del ciclo económico. Si las crisis pueden ser interpretadas como el momento de convergencia entre la norma de la revalorización monetaria de los capitales individuales y las exigencias técnico-económicas de la reproducción del capital social, en los movimientos del tipo de interés muy bien podemos ver la condensación de este proceso de convergencia.

El tipo de interés expresa primariamente las condiciones de acumulación del capital financiero pero es evidente que sin la formación de un capital industrial ni el capital comercial ni mucho menos el financiero podrían sustentarse sobre bases sólidas. Porque aunque a veces, como ha ocurrido en los años 80s, el sistema financiero parece funcionar con autonomía propia al margen de la situación de la economía real, lo cierto es que este divorcio no se puede mantener por mucho tiempo y a la postre la economía real y el mundo de las finanzas acaban encontrando modos, con frecuencia renovados, de integración.

Sin embargo y a pesar de los cambios institucionales que continuamente se están produciendo en el sector financiero, especialmente en épocas de grandes fluctuaciones económicas, una buena política de tipos de interés sigue siendo un elemento esencial en el manejo de las crisis. Ni puede ser utilizada con la exclusiva finalidad de compensar otros desequilibrios: público, exterior o subidas incontroladas de precios y salarios, ni tampoco puede convertirse en el eje único de las políticas de recuperación. Pues, de acuerdo con el principio de la demanda efectiva esta política ha de tener muy en cuenta la lógica contradictoria: monetaria y real, del comportamiento cíclico del tipo de interés y de las relaciones entre los tipos a corto y a largo; por un lado, la creación monetaria es necesaria para poner en marcha el proceso de producción y, por otro, el valor de la moneda es determinado en este mismo proceso.

A este propósito, en un primer momento, nos ocuparemos de la inestabilidad financiera, después volveremos de nuevo a las relaciones entre inversión, liquidez y tipos de interés, pero ahora con referencia al ciclo de los negocios, y para terminar pondremos el acento en algunos problemas derivados de las llamadas políticas estabilizadoras.

3.1. EL CICLO DE LOS NEGOCIOS Y LA INESTABILIDAD FINANCIERA

Uno de los presupuestos fundamentales de la 'economía monetaria de producción' es el de la 'incertidumbre' de las decisiones empresariales. El jugador de ruleta se enfrenta a situaciones de 'riesgo', un conjunto de resultados probables, pero para el empresario capitalista no hay predicción posible, simplemente el futuro le es desconocido.

Lejos de los planteamientos neoclásicos para los que la economía, vista desde el intercambio y la certeza, es por sí misma estable, para Keynes la

inestabilidad es inherente al propio funcionamiento de una economía de crédito. La causa de la crisis no está en la irresponsabilidad del sistema bancario, sino en la misma naturaleza impredecible de la demanda de crédito por parte de empresarios y consumidores. El problema por tanto no estriba en que los bancos vayan más allá de la regla de oro del intercambio que consiste en no crear medios adicionales de pago y limitarse, conforme al criterio de una buena administración, a repartir el ahorro previo en la financiación de la inversión; muy al contrario el crédito sólo puede encontrar su validación en el futuro no en el pasado cuando se hagan realidad las anticipaciones llevadas a cabo por los 'espíritus animales' de los empresarios.

El dinero, como pura creación de los bancos, es en este sentido una apuesta al futuro, medio de pago que circula y es convalidado por la producción efectiva, y al mismo tiempo un refugio de valor, forma de riqueza en sí que adquiere especial preponderancia cuando la incertidumbre y los malos augurios ensombrecen el horizonte económico. El compromiso de la inversión en capital productivo tiene en consecuencia que ser sancionado por las finanzas doblemente: antes, con el crédito, y después, con la venta del producto, es decir, con la huida de la liquidez. Por esta razón la 'economía monetario de producción' es contradictoria; las épocas de crisis se manifiestan expresamente por la desconfianza en el aparato productivo y por la vuelta a la liquidez, pero sin producción el dinero como riqueza en sí no es más que un mito y, además, es justamente esta vuelta a la liquidez el mejor modo de provocar la fragilidad financiera y exacerbar la depresión; la demanda de liquidez impide cerrar el circuito con normalidad lo que hace necesaria la refinanciación del proceso productivo y desincentiva la inversión.

De este modo toda apuesta productiva comporta un elemento de especulación. El empresario cuando invierte lo hace porque le es más barato adquirir nuevos bienes de capital como fuentes de renta que comprar derechos sobre los bienes de capital existentes; el alza del precio de los títulos en los mercados financieros induce y facilita la financiación de la inversión productiva. Pero cuando el coste de los bienes de capital se eleva y el rendimiento anticipado de los mismos decae, la caída del precio de los títulos y el aumento de la preferencia por la liquidez paralizan la inversión y conducen a la inestabilidad financiera: los ratios de endeudamiento/fondos propios se deterioran, los plazos se acortan y la velocidad de circulación del dinero disminuye.

La crisis de producción es así necesariamente crisis financiera por la dualidad del signo monetario como medio de pago y reserva de valor o forma de materialización de la riqueza (Léonard, 1985). No existen finanzas sanas e insanas tal como afirma Minsky (1982); 'a priori' por definición toda financiación productiva es especulativa, el empresario nunca puede dejar de mirar a lo que está ocurriendo en los mercados financieros²⁶. La

26 «...aunque el inversionista privado rara vez es responsable directamente de las nuevas inversiones, sin embargo, los empresarios, que si lo son, encontrarán financiera-

estabilidad de la valoración financiera es condición indispensable para acometer proyectos productivos, pues cuando los mercados se desestabilizan y las cotizaciones son dominadas por las variaciones en la preferencia por la liquidez, la pura especulación se adueña de la situación y la inversión cae. De esta suerte con gran rapidez se puede pasar de un mercado dominado por las valoraciones fundadas en la anticipación de los rendimientos futuros, a otro dominado por las valoraciones psicológicas, basadas en los cambios de opinión: alcistas o bajistas.

No obstante, la causa originaria de la crisis no es monetaria es real, pues se inicia con la pérdida de confianza y el descenso de los rendimientos esperados de la inversión. Ahora bien, cuando las informaciones acerca de esta minoración de los rendimientos llegan a los mercados financieros, la valoración del capital que en ellos se realiza adquiere autonomía propia, es dominada por la preferencia por la liquidez y puede precipitar el descenso de las cotizaciones, transformando lo que en principio pudo no ser más que una recesión en un depresión profunda.

Por estas razones, toda pretensión por parte de la autoridad monetaria de volver a la ortodoxia financiera no logrará sino empeorar las cosas; si la economía es dominada por la incertidumbre y el retorno a la liquidez, la única manera de evitar las quiebras y suspensiones de pago en cadena es facilitando nuevos medios de pago, como ha documentado ampliamente Kindleberger (1989) en su historia de las crisis desde el siglo XVII hasta hoy. Y, puesto que el interés se paga con los beneficios, el problema concreto es evitar que el conflicto entre el capital financiero y el industrial se decante a favor del primero, es decir, que el tipo de interés se sitúe por encima de la tasa de beneficios.

3.2. TIPO DE INTERÉS, CICLOS Y PREFERENCIA POR LA LIQUIDEZ

En la evolución cíclica del tipo de interés tenemos que considerar tres elementos: la inversión, la liquidez y el comportamiento de las instituciones monetarias y financieras. No podemos desconocer que una de las grandes preocupaciones de Keynes era la de cómo podía lograr la autoridad monetaria, frente a un estado de incertidumbre y mayor preferencia por la liquidez, mantener a niveles bajos el tipo de interés²⁷; con el propósito de

mente ventajoso y con frecuencia inevitable, dejarse atrapar por las ideas del mercado, aunque individualmente estén mejor informados» (Keynes, 1936, p. 281. Notas sobre el ciclo económico).

27 Incluso en los auges: «...el «auge» no hubiera podido continuar sobre bases firmes, excepto con una tasa de interés a largo plazo muy pequeña... una tasa de interés lo bastante alta para rebasar el estímulo especulativo, habría detenido, al mismo tiempo, toda clase de inversiones nuevas y razonables. Así, un aumento en dicha tasa, como alivio para el estado de cosas derivado de un prolongado período de inversiones anormalmente fuertes, pertenece a esa clase de remedios que curan la enfermedad matando al paciente» (Keynes, 1936, pp. 287-288. Notas sobre el ciclo económico).

no frenar el proceso inversor imprescindible para la creación de puestos de trabajo.

En el fondo lo que está en juego es la lucha de clases, arbitrada por el Banco Central, entre capitalistas financieros e industriales por el reparto del excedente económico.

Las fases de expansión se caracterizan por una ventaja inicial de los empresarios sobre los capitalistas financieros. Los rendimientos esperados son altos, los costes de los bienes de capital bajos y la tasa de interés está muy por debajo de la tasa de beneficios; el capital financiero, puro dinero-crédito, es transformado en capital industrial, y el beneficio, generado por la inversión es alimentado por esta misma inversión (Kalecki, 1939, pp. 84-90). Pero cuando nos vamos acercando al punto álgido del auge, con el deterioro del estado de confianza de los empresarios la situación se invierte y la posición fuerte corresponde ahora al capital financiero; los rendimientos esperados de la inversión son menores de lo inicialmente previsto, las condiciones de endeudamiento se endurecen, aumenta la preferencia por la liquidez y suben los tipos de interés.

De este modo, tenemos un comportamiento pro cíclico del tipo de interés pero con retardo (Sherman, 1991, pp. 289-291). El ciclo de la inversión dominado por la volatilidad de las expectativas empresariales arrastra consigo cambios en la tasa de interés de signo contrario; cuando el rendimiento de la inversión -ya se produzca esta inversión en aumento de capacidad o en nuevas tecnologías- tiende a disminuir el interés sube y viceversa²⁸.

Sin embargo, más que hablar de tasa de rendimiento e interés de equilibrio debemos considerar sus respectivas tendencias cíclicas. Porque el tipo de interés entra en las decisiones de inversión del empresario de dos modos que los neoclásicos no pueden admitir, por suponer que los mercados se ajustan con rapidez (Minsky, 1982, pp. 78-81). Por un lado, el precio de demanda de activos de capital viene determinado por el valor descontado de los rendimientos futuros esperados a largo plazo; el tipo de interés que aquí cuenta es de largo plazo. Y, por otro, el precio de coste de los bienes de inversión depende de las expectativas de sus productores y de su coste de producción corriente, esto es, junto a los salarios y las materias primas, el tipo de interés que aquí cuenta es el de corto plazo.

En principio, no hay ninguna razón para pensar que la tasa de interés equilibre necesariamente estos dos precios —activos y producción corriente—, sino que, por el contrario hay muy buenos argumentos para pensar lo contrario. Desde una perspectiva keynesiana, los cambios en la cantidad de dinero, por causa de las fluctuaciones de la preferencia por la liquidez, no influye directamente en los precios de los bienes sino en los precios de los

28 Como muy bien ha señalado Léonard (1985, p. 25): «No existe ninguna fuerza de llamada endógena hacia un montante de inversión óptimo». Los descensos en el tipo de interés son compatibles con movimientos a lo largo de la curva de inversión/interés y con desplazamientos de la misma.

activos; aquellos dependen de las expectativas empresariales en relación con las condiciones de demanda y coste mientras que los precios de todos los activos, reales y financieros, se ven afectados de modo inmediato por la disponibilidad de crédito y los cambios en la liquidez.

Así, en una economía dinámica e incierta, la integración de las expectativas a corto y largo en un único tipo de interés no puede ocurrir más que de forma ocasional. La cuestión crítica es saber si la oferta de bienes de inversión que depende de las expectativas y el tipo de interés a corto, es correspondida por la demanda que esta directamente relacionada con las expectativas a largo y con la configuración que acerca de estas expectativas se hagan empresarios y banqueros²⁹.

El conflicto de intereses entre el capital industrial y financiero se complica ahora con la disparidad de expectativas y tipos de interés a corto y a largo plazo. Un empeoramiento de las expectativas a largo, reduce el precio de los activos y provoca subidas en el tipo de interés a largo, antes o después las expectativas a corto se verán afectadas y tendrá lugar una elevación del interés a corto con subida del precio de coste de los bienes de inversión; el margen diferencial entre ambos precios³⁰ se estrechará y tanto el nivel de inversión como el de los beneficios tenderán a bajar acompañados de alzas en los tipos de interés a corto y largo.

Llegamos así a la conclusión de que en la decisión de invertir están implicados los tipos de interés de tres modos diferentes: precio de activos (largo), precio de bienes (corto) y valoración del margen de arbitraje y riesgo de prestar (disparidad corto y largo); no sólo importa el nivel de tipos de interés sino también la diferencia entre tipos a corto y largo.

El equilibrio no puede ser menos que inestable y asimétrico. La manipulación a la baja de los tipos a corto por parte de la autoridad monetaria puede verse dificultada por la resistencia a la baja de los tipos a largo, causada por un desplome del mercado de renta fija ante la creciente preferencia por la liquidez unida a un estado de mayor incertidumbre³¹; pero por el contrario, no será difícil de instrumentar una política de subida de los tipos a largo mediante una política de tipos a corto altos. En términos generales los tipos a corto se situarán por debajo de los tipos a largo, para cubrir el

29 En circunstancias en las que las expectativas a corto mantiene un alto nivel de desempleo, el problema es saber si los mercados financieros y las expectativas a largo, que dominan la toma de posiciones en activos, son capaces de alterar las previsiones a corto para llevar la economía al pleno empleo. Esperar que un descenso de los salarios pueda hacer más favorables estas expectativas a largo, modificando el comportamiento de empresas y banqueros acerca de la preferencia por la liquidez y la creación de moneda parece poco probable. La rigidez de los salarios no es imprescindible para que se produzcan crisis (Minsky, 1982, p. 101).

30 El precio de demanda de los nuevos bienes de capital resulta del valor actualizado de los rendimientos esperados y el precio de oferta de estos mismos activos del coste de producción de los bienes corrientes de inversión.

31 En una economía abierta y con movilidad de capitales, esta mayor preferencia por la liquidez se manifestará en la búsqueda de una divisa refugio.

diferencial de riesgo del prestamista, pero, cuando las cotizaciones bursátiles se elevan hasta el punto de poner por encima los tipos a corto sobre los a largo plazo, la inestabilidad es máxima y la situación no puede ser duradera; la producción corriente se retrae mientras que la toma de activos está llegado a su punto más alto.

Por todo ello, el comportamiento de la preferencia por la liquidez a lo largo del ciclo económico es esencial para comprender el mecanismo de los auges y las crisis y los movimientos en el tipo de interés, ya que la divergencia entre el interés fijado por la autoridad monetaria y el de los mercados financieros y bancarios no es sólo la consecuencia de la distinta percepción por parte de los agentes económicos de los que se considera el interés normal³², sino que es también el resultado de los cambios sistemáticos en la preferencia por la liquidez debidos al ciclo.

En las etapas expansivas del ciclo, a la política acomodaticia del sistema bancario se añade la disminución en la preferencia por la liquidez (Dow y Dow, 1989, pp. 158-161), el interés baja la inversión aumenta y los beneficios lo hacen igualmente. La mayor demanda de crédito es atendida voluntariamente por el sector bancario y al mismo tiempo la preferencia por la liquidez de empresarios y economías domésticas, tenedores de activos reales, disminuye; paradójicamente el volumen de crédito y la velocidad de circulación del dinero pueden aumentar sin que ello suponga necesariamente una subida en los tipos de interés. Todo marcha perfectamente hasta que las decisiones de toma de activos no reproducibles dominan a las de activos de inversión productiva; la acumulación monetaria se desvincula de la real, con el consiguiente riesgo de formación de burbujas especulativas (Kindleberger, 1989), y los tipos de interés comienzan a subir no sólo por la política menos acomodaticia del Banco Central sino también porque la preferencia por la liquidez aumenta.

En resumen, las variaciones cíclicas de la preferencia por la liquidez unidas a la asimetría en el comportamiento del sector bancario, acomodaticio en las expansiones y no acomodaticio en las fases de contracción, ahondan las oscilaciones en los tipos de interés haciendo las depresiones más profundas y los auges menos duraderos. Por más que se adopte el punto de vista de la oferta de dinero endógeno, la adecuación del crédito a las necesidades de la economía no estará exenta de distorsiones hasta el punto de que podemos afirmar que la estructura financiera de las 'economías monetarias de producción' tiende de forma crónica a la inestabilidad.

32 La preferencia por la liquidez para Lavoie (1992, pp. 192-193) es debida a que los banqueros y rentistas tienen una opinión distinta de la autoridad monetaria acerca de lo que se considera el tipo de interés normal; cuando ambas opiniones coinciden los tipos a largo y a corto se igualan, pero si hay divergencia el tipo de interés corriente perderá su estabilidad y el tipo a corto fijado por el Banco Central puede ser distinto del tipo a largo de los mercados financiero y bancario.

3.3. LOS PROBLEMAS DE LA POLÍTICA FISCAL Y EXTERIOR

En los últimos años la política de estabilización ha consistido fundamentalmente en mantener alto el tipo de interés para financiar los al parecer inevitables déficit público y exterior. El argumento de fondo no ha sido otro que la escasez de ahorro interno para financiar a un tiempo la inversión privada y el déficit público, por lo que un tipo de interés elevado es inevitable; permite la captación del ahorro externo necesario para completar las deficiencias del ahorro interno y evita la inflación. La solución de esta situación a largo plazo pasa así necesariamente por la reducción del déficit público y esta reducción 'per se' es considerada política prioritaria de estabilización: para bajar el tipo de interés, controlar la inflación, reducir el endeudamiento, mejorar el saldo de renta exterior y sostener el tipo de cambio.

De esta suerte, desde la perspectiva de la 'economía de intercambio' la lógica es clara: más déficit público mayores subidas en tipo de interés y viceversa, pero desde los presupuestos de la 'economía monetaria de producción': moneda endógena, principio de la demanda efectiva, preferencia por la liquidez y existencia de un beneficio macroeconómico a repartir entre empresarios y rentistas financieros, la argumentación que acabamos de exponer es insostenible³³, porque la respuesta que ofrece a las preguntas fundamentales acerca del déficit público también lo es.

¿Qué valoración merece? ¿cómo debe ser financiado? ¿cual es la relación entre el déficit público y el tipo de interés?. Veamos cómo podemos responder a estas cuestiones a partir de estos presupuestos tan distintos.

De acuerdo con el principio de la demanda efectiva el déficit público es equivalente a la inversión privada, aumenta los beneficios empresariales y mejora la solvencia financiera de las empresas; salvo que este déficit sea financiado por las economías domésticas y estas reduzcan su consumo para ello, supone mayor demanda y una entrada de dinero para las empresas, gracias a la cual pueden cerrar el circuito sin que su endeudamiento crezca. El problema no está en el déficit en sí, sino en su naturaleza de apuesta al futuro y por tanto en su capacidad para movilizar los recursos ociosos productivamente; y, por lo mismo, tampoco puede ser problema la falta de ahorro, ya que como consecuencia de la oferta monetaria endógena la limitación financiera no es previa sino que depende del resultado de la producción.

Por el contrario, sí puede ser problema el crecimiento y la composición del gasto público, porque un aumento del salario social incide directamen-

33 Las recomendaciones de política concreta pueden no ser tan dispares, pues la fuerza de los hechos y el sentido común acaban con frecuencia imponiendo su ley. En un mundo interdependiente la ausencia de coordinación o el modo en que otros países entienden esta coordinación son limitaciones importantes de política económica de las que no se puede prescindir. Una cosa es que sea conveniente bajar el tipo de interés y otra que sea posible sin que los demás países estén dispuestos a hacer lo mismo.

te sobre el reparto de renta a favor de los trabajadores; o los precios suben o los beneficios caen o ambas cosas. Y de la misma forma, es importante la manera en que se financia el déficit por su impacto sobre el reparto de renta entre empresarios y capitalistas financieros.

La financiación ortodoxa del déficit público acompañada de políticas monetarias menos acomodaticias, esto es racionamiento del crédito y subida del tipo de interés del Banco Central, da lugar a procesos redistributivos muy distorsionadores; ganan los rentistas financieros y los especuladores más hábiles a costa de las empresas y, en cuanto a los intermediarios financieros, la tendencia es a la concentración y a la toma preferente de posiciones a corto frente a los compromisos a largo.

Además, esta combinación explosiva de déficits acumulados y tipos de interés altos potencia enormemente el papel de los intermediarios financieros, que están en condiciones de manejar importantes carteras de fondos públicos con las que hacer frente si llega el caso a las limitaciones de liquidez de la autoridad monetaria³⁴, la cual impotente para manejar la cantidad de dinero en circulación mantiene a pesar de todo el último control sobre los tipos de interés a corto. No puede sorprendernos que la banca privada bien respaldada (azar moral) y consciente de su poder tienda a tomar posiciones en exceso arriesgadas (Guttman, 1990 a 99-103).

El sesgo a favor de las finanzas causado por el déficit público resulta ahora evidente y la única salida que queda no es otra que su monetización, pues es preferible que el crecimiento secular de la demanda de liquidez sea atendido por el sector público directamente³⁵ y no por la banca privada a través del Banco Central. Hasta el límite en que el ahorro privado es materializado en activos líquidos sería posible la financiación monetizada del déficit público y la disminución del endeudamiento bancario de las empresas³⁶. Esta política aliviaría la carga acumulada de intereses del sector público y el sector financiero perdería en beneficio de las empresas justamente cuando es más necesaria esta pérdida: cuando la preferencia por la liquidez es mayor y los resultados empresariales son peores.

Por otra parte, la financiación del déficit público en ningún modo exige altos tipos de interés, pues el ahorro no depende del interés sino del nivel de producción, y la inflación tiene más que ver con el reparto de rentas: costes salariales, incluido el salario social, y financieros, que con el défi-

34 La venta masiva de títulos públicos puede forzar al alza el tipo de interés hasta el punto de obligar al Banco Central a aumentar la cantidad de dinero en circulación. El Banco Central como cualquier monopolista no puede ajustar a un tiempo precios y cantidades y en este caso opta por mantener el precio.

35 Es interesante hacer notar aquí que, desde unos presupuestos radicalmente distintos de los nuestros, M. Friedman (1948) formula una propuesta idéntica de monetización del déficit público.

36 Las empresas no se ven obligadas a prorrogar los créditos con los bancos ante la imposibilidad de captar los ahorros líquidos de las economías domésticas para cerrar el circuito.

cit. Y por lo mismo, el vínculo entre déficit público y exterior nos parece también ha de ser interpretado en clave de producción y reparto de rentas que desde los conceptos de intercambio y equilibrio de los mercados.

EL superávit externo al igual que el déficit público es una apuesta al futuro que mejora la cuenta de resultados de las empresas y contribuye a sanear sus finanzas; a no ser que sea financiado directamente por ellas. En estas circunstancias no hay problema de tipo de cambio y el interés puede descender; nos movemos en la dirección del capital empresarial y la cuenta de renta domina a la de capital.

El déficit exterior, por el contrario, es el reverso de la medalla: supone una merma en los beneficios de las empresas, exige altos tipos de interés para sostener el tipo de cambio, el capitalismo financiero internacional se aprovecha de la situación y los movimientos de capitales imponen su ley a los de renta.

En esta tesitura las opciones entre el tipo de cambio y la tasa de interés no son fáciles de arbitrar. Si el tipo de interés se mantiene artificialmente alto, la toma de posiciones de los extranjeros en activos nacionales puede resultar altamente desestabilizadora porque frena la inversión productiva y la competitividad, pone en dificultades al comercio exterior e incentiva la especulación; al dirigirse a colocaciones muy selectivas y a corto plazo. Pero, si provocamos una devaluación existe la posibilidad de que la pérdida en la cotización exterior de la moneda incentive la toma de posiciones exteriores de los residentes creando tensiones en los mercados financieros internos. En un principio, desde el punto de vista de la moneda endógena, esta preferencia por la liquidez en moneda extranjera no debe afectar a los mercados de crédito internos ni a los tipos de interés si el sistema bancario está presto a acomodarse a las necesidades de la demanda, mas el riesgo de inflación no permite esperar una política de laxitud monetaria; los tipos de interés pueden llegar a subir con el consiguiente riesgo de que la cuenta de capital acabe gobernando los movimientos en la cuenta de renta.

De esta forma, tanto los movimientos en el tipo de interés como los que se producen en el tipo de cambio son muy sensibles a los movimientos especulativos que están directamente relacionados con las variaciones en la preferencia por la liquidez y, en consecuencia, poco podemos esperar de una política exterior estabilizadora que no sea proteccionista.

Una opción a favor de los tipos de cambio flexibles para liberar a la política monetaria de su responsabilidad exterior puede resultar totalmente ineficaz; ni la cuenta de renta se equilibra automáticamente, porque los efectos renta suelen ser más importantes que los efectos precio, ni la cuenta de capital es invulnerable a los cambios en la preferencia por la liquidez contra o a favor de una determinada moneda. Y, por lo que se refiere a la defensa de un tipo de cambio fijo, una política competitiva de sostenimiento del mismo y lucha contra la inflación conduce al resultado perverso de intereses excesivamente altos incompatibles con los niveles adecuados de inversión y empleo.

La 'economía monetaria de producción' se encuentra así frente al dilema de la inflación o el bloqueo parcial de los procesos de producción e intercambio y, por consiguiente, la política de tipos de interés altos no es más que una solución mala de compromiso. Por un lado, una política acomodaticia puede ser necesaria para financiar excedentes de producción no vendidos en tiempos de crisis y suavizar de esta forma los desequilibrios reales, pero, por otro como hemos visto, existen fuerzas en el sistema que tienden a llevar el endeudamiento más allá de lo razonable. Algún tipo de freno al endeudamiento excesivo y a la inestabilidad financiera se imponen pero, bien venga este freno por una elevación de los tipos de interés o por el racionamiento global del crédito, los efectos perjudiciales sobre la inversión productiva y el empleo son inevitables.

La neutralidad monetaria sobre las estructuras productivas y la distribución es imposible en una 'economía monetaria de producción', por lo que la única alternativa es una mejor integración entre los sectores real y financiero a través de la regulación. La ausencia de competencia libre entorpece la dinámica de la economía, pero la competencia anárquica suele conducir a la especulación y a la destrucción de las estructuras productivas, por lo que la regulación exterior y la financiera deben mirar tanto a la demanda como a la oferta. Un cierto grado de proteccionismo es no sólo una realidad sino también con frecuencia una necesidad para defender la producción y el empleo y, por lo que se refiere al sector financiero, una buena comunicación entre bancos y empresarios debe prestar no menor atención a los cambios en la preferencia por la liquidez (demanda) que a las variaciones en las expectativas de inversión de las empresas (oferta).

En resumen, la gran batalla pendiente en una 'economía monetaria de producción' es la regulación. Los mercados internacionales de bienes y capitales deben estar regulados y a nivel interno la regulación financiera es no menos esencial; sin esta doble regulación, interna y externa, es muy poco probable poder mantener tipos de interés bajos y lograr que las expectativas empresariales sobre los tipos de interés a largo sean compatibles con los cambios en la liquidez y en los movimientos de los tipos a corto. Por una parte la estabilidad financiera, interna y externa, es esencial para estimular la inversión productiva y el empleo, pero, por otro, la inestabilidad financiera es consubstancial a la dinámica de las economías capitalistas. Toda política monetaria es política de distribución y, por este motivo, la política monetaria es convencional en el puro sentido de convención social que permite la resolución de conflictos.

4. CONCLUSIONES

A lo largo de las páginas anteriores hemos tratado de comprender las contradicciones que ofrece la realidad de los últimos años de unos tipos de interés excesivamente altos que no se corresponden con los niveles de empleo y actividad económica. Nuestro camino ha seguido dos momentos

bien diferenciados; en primer lugar hemos intentado mostrar que el fenómeno del interés es de naturaleza específicamente monetaria, para después poner de manifiesto que en una 'economía monetaria de producción' es imposible aislar los aspectos real y monetario por lo que el interés es un resultado complejo de fuerzas económicas, políticas y sociales.

En cuanto al primer aspecto, el interés como fenómeno monetario, nuestro propósito ha sido dejar claro: primero, que el interés del crédito a la producción a diferencia del crédito al consumo sólo tiene sentido en una economía dinámica y, segundo, que en esta economía el ahorro es más una apuesta que un seguro, no tiene que necesariamente anteceder a la inversión y en consecuencia la concepción clásica del interés quiebra. El principio keynesiano de la demanda efectiva y el multiplicador rompen con todo lo anterior, mientras que el principio de la liquidez es el que permite a Keynes cerrar el sistema. Ahora bien, desde esta perspectiva resulta que la determinación del interés queda en el vacío de la incertidumbre acerca de las expectativas de su propia evolución futura; ni siquiera el intento de Keynes de profundizar en la teoría de la liquidez con su investigación acerca de las propiedades esenciales del dinero y de las tasas de interés propias de cada activo durable permite sacar al interés del atolladero. En un contexto dinámico es imposible construir una teoría del interés real o monetario 'ex ante', a partir de la preferencia por la liquidez, con independencia de la amplitud que se conceda a este concepto; las decisiones de inversión anteceden lógicamente a la renta, la renta a las decisiones relativas al ahorro y éste a su materialización en forma líquida.

Por esta causa, en segundo lugar, hemos investigado la naturaleza del dinero y el interés en una 'economía monetaria de producción', para probar que en esta economía el dinero es un flujo, dinero-crédito, que entra en la vida económica a partir de la relación privilegiada entre empresarios y banqueros; los créditos crean los depósitos. Así, siguiendo «la teoría del circuito», hemos visto cómo el endeudamiento bancario y el interés bancario ocupan una posición lógica de dominio sobre los mercados y el interés financiero y, aún cuando en una 'economía monetaria de producción' la oferta de dinero sea endógena, la autoridad monetaria mantendrá la potestad de fijar los tipos de interés a corto plazo. Sin embargo, en esta fijación de los tipos de interés el poder de la autoridad monetaria no es absoluto, su capacidad para establecer los tipos a largo es limitada dependiendo de la importancia de los mercados financieros, autoeconomía, y de la preferencia por la liquidez de todos los agentes económicos: banqueros, empresarios y economías domésticas.

Además, si consideramos la naturaleza cíclica de las economías de endeudamiento avocadas a la inestabilidad financiera y las fuertes oscilaciones en la preferencia por la liquidez tanto internas como externas, podemos comprender bien que los tipos de interés elevados, que acompañan al déficit público y exterior, son una consecuencia natural de la necesidad por parte de la autoridad monetaria de defender el valor de la moneda

como institución esencial sin la cual sería imposible tomar decisiones en un mundo de incertidumbre. La dualidad del signo monetario como flujo, crédito a la producción, y como fondo, forma de materialización de la riqueza, expresa el conflicto de intereses entre capital financiero e industrial acerca del cual la autoridad monetaria ha de tomar partido; de la eutanasia del rentista por la inflación se ha pasado en los últimos años al paraíso del rentista, gracias a los altos tipos de interés real.

Así pues, de todo lo anterior podemos concluir que el interés es primariamente un valor distributivo, determinado en buena medida desde fuera por el Banco Central como resultado de un compromiso entre complejas fuerzas económicas y sociales en conflicto, las cuales alcanzan su punto álgido en la fases más agudas del ciclo. La armonía entre el sector financiero y real y el equilibrio entre el beneficio industrial y financiero tiene que ver necesariamente con el tipo de interés, de lo cual se deduce que la buena regulación financiera y la buena regulación económico-social son elementos esenciales en la creación de la moneda y formación de las tasas de interés.

BIBLIOGRAFIA

- Arestis, P. (1988): «Post-Keynesian Theory of Money, Credit and Finance». En *Post-Keynesian Monetary Economics* editado por Philip Arestis. Edward Elgar, pp. 41-71.
- Davidson, P., (1988): «A Post-Keynesian View of Theories and Causes of High Real Interest Rates». En *Post-Keynesian Monetary Economics* editado por Philip Arestis. Edward Elgar, pp. 152-182.
- Dow, A.C. & Dow, S. C., (1989): «Endogenous Money Creation and Idle Balances». En *New Directions in Post-keynesian Economics*. Editor John Pheby. Edward Elgar.
- Friedman, M. (1948): «A Monetary and Fiscal Framework for Economic Stability». *The American Economic Review*. Vol. XXXVIII, nº 3. Junio.
- Gaffard, J. L. et Pollin, J. P. (1988): «Réflexions sur l'instabilité des économies monétaires». *Revue d'Economie Politique*, Juillet, nº 5, pp. 599-614.
- Graziani, A. (1990): «The Theory of the Monetary Circuit». *Economies et Sociétés et Production*, nº 7, pp. 7-36
- Graziani, A. (1987): «Keynes' Finance Motive». *Economies et Sociétés*, nº 9, pp. 23-42.
- Guttman, R. (1990): «The regimen of credit-money and its current transition». *Economies et Sociétés et Production*, nº 7, pp. 81-105.
- Hicks, J.(1939): *Valor y Capital*. Fondo de Cultura Económica. México,1974.
- Hicks, J.(1974): *La crisis de la economía keynesiana*. Labor. Barcelona, 1976.
- Kalecki, M. (1939): *Estudios sobre la teoría de los ciclos económicos*. Ariel, Barcelona. 1970.
- Keynes, J. M. (1936): *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*. Fondo de Cultura Económica. México, 1970.
- Keynes, J. M. (1930): *A Treatise on Money*. Vol. I, MacMillan, London 1958.
- Kindleberger, C. P.(1989): *Manías, pánicos y cracs*. Ariel Sociedad Económica. España. 1991.
- Knodell, J. (1988): «Mainstream Macroeconomics and the 'Neutrality' of Finance: a critical analysis». *Economies et Sociétés, Monnaie et Production*, nº 9, september. pp. 155-184.

- Kregel, J. A. (1982): «Money, expectations and relative prices in Keynes' Monetary Equilibrium». *Economie appliquée*, tome XXXV, n^o 3, pp. 449-465.
- Lavoie, M. (1982): «Structures financières, endettements et profits». *Economie appliquée*, tome XXXV, n^o 3, pp. 260-300.
- Lavoie, M. (1992): *Foundations of Post-Keynesian Economic Analysis*. Edward Elgar.
- Léonard, J. (1985): «Minsky entre Keynes et Hayek: une autre lecture de la crise». *Economies et Sociétés, Monnaie et Production*, n^o 2, août, pp. 117-144.
- Lévy, P. (1988b): «La préférence pour la liquidité: une théorie générale de la détention des richesses durables». *Economie Appliquée*, XLI, n^o 2, pp. 333-354.
- Lévy, P. (1988a): «L'histoire inachevée de la préférence pour la liquidité». *Economie Appliquée*, XLI, n^o 2, pp. 289-230.
- Minsky, H. P. (1982): *Inflation, recession and economic policy*. WHEATSHEAF Books Ltd. Estados Unidos. 1982.
- Moore, B. (1988): «Unpacking the Post-Keynesian Black Box: Wages, Bank Lending and Money Supply». En *Post-Keynesian Monetary Economics* editado por Philip Arestis. Edward Elgar, pp. 122-151.
- Moore, B. J. (1991): «Money supply endogeneity: 'reserve price setting' or 'reserve quantity setting'?». *Journal of Post Keynesian Economics*. Spring, vol. XIII, n^o 3. pp. 404-413.
- Palley, T. I., (1991): «The endogenous money supply: consensu and disagreement». *Journal of Post Keynesian Economics*. Spring, vol. XIII, n^o 3, pp. 397-403.
- Pollin, R. (1991): «Two theories of money supply endogeneity: some empirical evidence». *Journal of Postkeynesian Economics*. Springs, Vol. 3, n^o 3.
- Poulon, F. (1982): «Théorie des économies d'endettement et théorie du circuit face á la crise». *Economie appliquée*, tome XXXV, n^o 3, pp. 467-484.
- Rojo Duque, L. A. (1988): «Innovaciones financieras y política monetaria». *Papeles de Economía Española*, n^o 36.
- Schmitt, B. y Gnos, C. (1990): «Le circuit, rialité exhaustive». *Economies et Sociétés, Monnaie et Production*, n^o 6, février, pp. 63-74.
- Schumpeter, J.A (1912): *Teoría del desenvolvimiento económico*. Fondo de cultura económica. México. 1967.
- Sherman, H. J. (1991): *The Business Cycle: Growth and Crisis under Capitalism*. Princeton University Press. New Jersey.
- Tanzi, V. (1984): «Limit to Deficit Size in Developing Countries». En *Public Finance and Public Debt*. Wayne State University Press. Detroit, 1986. pp. 139-152.
- Vallageas, B., (1988): «Intérêt, répartition et théorie des circuits». *Economie Appliquée*, XLI, n^o 2, pp. 355-388.
- Winnett, A., (1992): «Some Semantics of edogeneity». En *Recent Developments in Post-Keynesian Economics* editado por Philip Arestis y Victoria Chick. Edward Elgar, pp. 47-63.