

# TRES VARIACIONES DEL MODELO DE DOBLE TASA DE INTERES <sup>(\*)</sup>

DAVID LAIDLER

## EL MODELO DE DOBLE TASA DE INTERES

Las dos tasas de interés a las que se refiere el título de este artículo son, primero, aquella a la cual el sistema bancario otorga préstamos y, segundo, aquella que los clientes del sistema están dispuestos a pagar para obtener dichos préstamos. La interacción entre estas dos tasas ocupó una posición central en economía monetaria durante la Controversia Bullionista sobre la forma de conducir la política monetaria Británica durante los años 1797-1821 cuando, como resultado de las guerras con Francia de 1792-1815, la convertibilidad de los billetes emitidos por Banco de Inglaterra fue suspendida. Los temas puestos en discusión durante dicha controversia continuaron siendo discutidos durante todo el siglo XIX, aunque cuando las guerras finalizaron, el centro de los debates fue más sobre la forma de restaurar y luego mantener la convertibilidad con el oro, que en el rol del sistema bancario en el mantenimiento de la estabilidad de una moneda inconvertible. Fue en la década de 1890 que Knut Wicksell una vez más colocó una versión del modelo de doble tasa de interés en el centro de la discusión a partir de su libro *Interest and Prices* (1898). En ese libro, el analizó un caso hipotético límite, el de una economía de crédito puro en que las transacciones eran intermediadas a través de transferencias de depósitos del sistema bancario, los que no tenían obligación de convertirse en oro, plata o cualquier otra mercancía.

---

(\*) La presente es una versión con un enfoque algo diferente de un informe llamado "The Wicksell Connection, the Quantity Theory and Keynes" que fue presentando para su publicación a Dogmenhistorische Ausschuss des Vereins für Socialpolitik, a ser publicado en "Studien zur Entwicklung der oekonomischen Theorie XVIII, Knut Wicksell, Schriften des Vereins für Socialpolitik NF Band 115/XVIII, Berlin, Dunker & Humblot". Agradezco al Prof. Dr. Erich Streissler por su autorización para incluir párrafos de ese ensayo en esta versión alternativa.

De ahí en más, y particularmente entre las dos guerras mundiales, una serie de variaciones del tema de las dos tasas de interés impregnaron la literatura que posteriormente se llamaría macroeconomía, para luego desaparecer temporariamente con el arribo de la economía Keynesiana en general, y su formulación IS-LM en particular desde los últimos años de la década de 1930 en adelante. En este artículo trataré de delinear el análisis de las dos tasas de interés de los Bullionistas y de Wicksell, e intentaré argumentar que, en los escritos de los primeros estaban las semillas de tres diferentes variaciones en este tema, todas las cuales florecieron en el período interbélico.<sup>1</sup> Mostraré como el legado de Wicksell, junto con el de la revolución Keynesiana, condujo a una versión extremadamente simplificada de una de las variaciones que sobrevivieron en la corriente principal de la macroeconomía de post guerra, y voy a intentar terminar argumentando brevemente que, aún hoy, hay lesiones importantes a ser aprendidas a partir de las otras dos variaciones sobre la conducción de la política monetaria.

## LOS BULLIONISTAS

El análisis Bullionista del modelo de doble tasa de interés fue principalmente la obra de Henry Thornton, y fue desarrollado en el contexto de una cuestión de política económica específica. Bastante al principio de los años siguientes a la suspensión de la convertibilidad en oro, Inglaterra experimentó precios en aumento y un tipo de cambio que se depreciaba. Los directores del Bank of England y sus partidarios sostenían que éstos eran los resultados de lo que hoy en día se denominarían "shocks reales", y no de la política monetaria. Específicamente sostenían que, aún en condiciones de inconvertibilidad, la política de un Banco de realizar préstamos ilimitados con la garantía de papeles comerciales de buena calidad — "letras reales" como se denominaron tales instrumentos — aseguraría que la cantidad de dinero respondiera solamente a las "necesidades de comercialización" y no podrían emitirse en cantidades que crearían una presión inflacionaria. No es así, dijo Thornton. Ese análisis era incompleto ya que ignoraba las cuestiones acerca de la tasa de interés a la cual se estaban descontando dichos papeles.

"A los efectos de averiguar en qué medida se puede esperar captar el deseo de obtener préstamos en el banco en cualquier momento, debemos indagar en el tema del probable volumen de beneficios derivados de tomar préstamos allí en esas circunstancias. Esto ha de ser

juzgado considerando dos puntos: el monto, en primer lugar de los intereses a ser pagados sobre la suma tomada en préstamo; y, en segundo lugar, del beneficio mercantil o de otra índole a ser obtenido mediante el empleo del capital tomado en préstamo ... Por consiguiente, podemos considerar que esta cuestión se convierte principalmente en una comparación de la tasa de interés tomada en el banco con la tasa actual de beneficio mercantil." (Thornton 1802, pág. 253)

Un déficit de la primera a partir de la segunda de estas dos tasas, sostenía Thornton, conduciría a una cantidad de préstamos infinitamente grande, y a precios más altos. El reconoció cierta reserva acerca de su argumento.

"Se debe ... admitir que, siempre que supongamos que una excesiva emisión de papeles eleva, como puede ser por un tiempo, el costo de la mercadería, aunque no el precio de la mano de obra, la consecuencia será cierto aumento de las existencias; ya que el trabajador, de acuerdo con esta suposición, puede verse obligado por sus necesidades a consumir menos artículos, aunque desempeñe la misma actividad." (Thornton 1802, pág. 239)

Sin embargo, le dio escasa importancia a este fenómeno, que más tarde se denominó "ahorro forzoso".

En el momento en que se publicó *Paper Credit*, la inflación había cedido en Inglaterra, pero otra tanda de precios en aumento en 1808-1809 llevó a la creación por parte de la Cámara de los Comunes de la llamada "Comisión Bullion" que rindió informe en 1810. Thornton fue un miembro activo de esta comisión, cuyo presidente Francis Horner había sido uno de los primeros respetuosos del *Paper Credit*. El *Report* de la Comisión (Cannan ed. 1919), en gran parte escrito por Horner y Thornton, se basa claramente en el análisis del libro anterior. En particular, se despliega un modelo de doble tasa de interés para analizar la amenaza implícita de adaptar la política monetaria con el fin de satisfacer las necesidades del comercio; aunque ahora se traslada un poco el énfasis de lo que llamaré los efectos del primer round del "canal de crédito" al determinar la tasa bancaria de otorgamiento de préstamos demasiado baja, lo que Thornton había recalcado en 1802, a los efectos subsiguientes del "canal monetario".

Aquí me refiero a las consecuencias para los precios del hecho de que expandir el crédito bancario genera dinero bancario, que permanece en circulación después de que su receptor inicial lo utiliza para comprar mercadería.

"Si se considera el adelanto de capital solamente, como se hizo con los que están dispuestos a emplearlo en emprendimientos sensatos y productivos, es evidente que no hay necesidad de limitar el monto total de adelantos más allá de lo que pueden imponer los medios del prestamista y su prudencia para seleccionar a los prestatarios ... En el primer caso, cuando el adelanto se realiza por medio de pagarés pagados como descuento de una letra, se trata indudablemente de mucho capital, colocado en las manos del comerciante que recibe los pagarés; si esas manos son seguras, la operación también lo es, y en ésta su primera etapa, útil y productiva para el público. Pero ... tan pronto como el comerciante cambie los pagarés por algún otro artículo que represente capital, estos caen en el canal de circulación como medio muy circulante, conformando un agregado a la masa monetaria. El inevitable efecto de cada uno de dichos agregados a la masa, es la reducción del valor relativo de cualquier parte dada de esa masa a cambio de productos". (Cannan (ed.) 1919, pág. 50)

En el sentido en que minimiza el efecto del "canal de crédito" de la política monetaria, y recalca el "canal monetario", el análisis de la doble tasa de interés del *Bullion Report* puede ser considerado como una ampliación de la teoría cuantitativa del dinero en la cual la cantidad de dinero es una variable endógena que no obstante tiene significado causativo para el comportamiento del nivel de precios.

## WICKSELL

La teoría monetaria de Wicksell partió de la teoría cuantitativa del dinero según se entendía a fines del siglo XIX, o sea, como una explicación de las variaciones en el nivel general de precios principalmente en términos de variaciones en la cantidad de dinero.<sup>2</sup> La aceptación de Wicksell de la teoría cuantitativa como "la única teoría específica del valor del dinero ... que puede pretender tener alguna importancia científica" (1906, pág.141) a veces se toma como evidencia de que él mismo era uno de los responsables de la teoría cuantitativa, pero eso no es del todo cierto. El consideraba esa teoría como la más satisfactoria de las teorías disponibles

en ese momento acerca del nivel de precios. En particular le molestaban dos factores: primero, la teoría cuantitativa trataba de las relaciones de equilibrio entre variables, y no decía nada acerca de los mecanismos que restablecerían el equilibrio después de una perturbación; y segundo, crucial para el tema del presente informe, era demasiado dependiente de la estabilidad en la velocidad de circulación, lo que Wicksell consideraba como uno de "los factores más insustanciales e intangibles en el conjunto de las ciencias económicas" (1898, pág. 160)

Wicksell adjudicó particular importancia a este último problema, porque, como muchos de sus contemporáneos, consideraba que la cantidad de *dinero* a la que se aplicaba la teoría era la cantidad de lo que hoy en día denominaríamos *moneda*. Sabía que las obligaciones de depósito de los bancos comerciales circulaban como medio de cambio, y realmente dio gran importancia a este fenómeno, pero estimaba que el mismo influenciaba la velocidad del "dinero", en lugar de requerir una ampliación del concepto al cual se aplicaba la teoría. Esa no debería haber sido más que una cuestión semántica, pero adquirió fundamental importancia sustantiva para Wicksell, y para los que lo siguieron. Esto lo llevó a desarrollar un modelo de doble tasa de interés en el cual solamente actuaban los efectos del primer round del canal de crédito analizados por los Bullionistas. El mismo ignoraba los consiguientes efectos del canal monetario que ellos habían enfatizado en 1810, y aparentemente por ningún motivo mejor que el hecho de que, durante el transcurso de los años intermedios, los depósitos habían reemplazado a los pagarés como la principal obligación de los bancos comerciales, y no eran, según Wicksell, "dinero" a los efectos de la aplicación de la teoría cuantitativa.

En la "economía de crédito puro" de Wicksell, todas las transacciones eran intermediadas a través de transferencias de depósitos creados como contrapartida de los préstamos bancarios a las empresas y en su opinión esta economía requería de una teoría del nivel de precios independiente y distinta de la teoría cuantitativa. Su versión del modelo de doble tasa de interés pretendía ocuparse de estos asuntos. En la economía real, siguiendo el análisis austríaco de Menger, y particularmente Boehm-Bawerk, él postuló la existencia de una tasa de interés *natural* que era igual al producto marginal del capital por unidad de capital, y que, en una situación de compensaciones comerciales sin conflictos, nivelaría el ahorro y la inversión.<sup>3</sup> Para esto, en una economía en la cual toda transacción era intermediada a través de las obligaciones de los bancos comerciales, él

opuso la tasa *monetaria* de interés a la cual ellos otorgarían préstamos. La igualdad entre estas dos tasas conduciría a lo que él denominaba "equilibrio monetario", una situación de creación de crédito cero y estabilidad del nivel de precios, — aquí Wicksell pasó por alto los problemas provocados por el crecimiento económico positivo — y cualquier discrepancia entre estas tasas, siendo un déficit de la tasa monetaria por debajo de la tasa natural el caso que más le interesaba, implicaría un desequilibrio con creación positiva de crédito por parte de los bancos y un nivel de precios en aumento. Además, un desequilibrio de ese tipo persistiría mientras continuara la discrepancia entre las tasas de interés.

A los ojos de sus seguidores del período interbélico, el modelo de doble tasa de interés de Wicksell significaba mucho más que una ampliación de la teoría cuantitativa del dinero; más bien como lo expresó Bertil Ohlin (1936, pág. xiv) "Por medio de su brillante suposición de una economía de crédito puro, Wicksell escapó exitosamente de la tiranía que el concepto "cantidad de dinero" ... ejercía sobre la teoría monetaria". La cantidad de dinero, según la concebían él y realmente también Ohlin junto con otros economistas suecos de su generación, estaba completamente ausente de esa economía. Los movimientos del nivel de precios eran inducidos de cerca por discrepancias entre el ahorro y la inversión y éstas a su vez eran consecuencia de que los bancos fijaran la tasa de interés a un nivel diferente del que equilibraría el mercado de capitales. El escenario estaba dispuesto para que surgieran dos de las tres variaciones sobre el modelo de doble tasa de interés que dominarían la macroeconomía del período interbélico. Ambas reemplazaron la interacción entre la cantidad de dinero y el nivel de precios por la interacción entre la tasa de interés y la asignación de recursos durante el período como tema central de la teoría monetaria.

## **LA PRIMERA VARIACION - LA TEORIA AUSTRIACA DEL CICLO Y LA ESTRUCTURA DE LA PRODUCCION**

Un acto de inversión implica la producción actual de bienes con miras a almacenarlos para consumo en algún momento en el futuro o bien a utilizarlos para producir futuros productos. Por otra parte, un acto de ahorro implica abstenerse del consumo actual. En una economía de múltiples agentes, los planes que sirven de base a estas dos actividades son potencialmente independientes uno de otro y requieren coordinación. Ese es el rol de la tasa de interés, y en el vocabulario de Wicksell, que fue tomado

de los economistas ingleses clásicos, el valor natural de esa variable es, entre otras cosas, el que reconcilia estos planes.

Si el sistema bancario puede fijar la tasa de interés del mercado, o influir en ella indirectamente para asegurarse de que tome algún valor distinto de su valor natural, y si el crédito que debe proporcionarse para mantener ese desequilibrio va en primer lugar a los promitentes inversores, eso tendrá consecuencias reales para la asignación intertemporal de recursos. Esos inversores podrán hacer mejores ofertas que los productores de bienes de consumo por los insumos disponibles, ni que hablar de la mano de obra, y ponerlos a trabajar a los efectos de prepararse para el consumo futuro, en lugar del presente.

Como hemos visto, Thornton (1802) había reconocido la posibilidad del ahorro forzoso pero no desarrolló sus consecuencias. No así los economistas austríacos, especialmente Ludwig von Mises (p.ej. 1924) y Friedrich von Hayek (p.ej. 1931), quienes siguieron el ejemplo de Wicksell: de acuerdo con ellos, las unidades familiares que se han visto temporariamente obligadas a diferir el consumo intentarán gastar los ingresos generados en los sectores de bienes de inversión recientemente expandidos en bienes de consumo que todavía no están disponibles, tendiendo de este modo a restablecer la estructura original de los precios relativos intertemporales. Aquí su propósito sólo puede ser desbaratado si se crea más crédito bancario para que los inversores puedan continuar haciendo mejores ofertas que ellos, pero cuanto más persista este proceso, mayor se torna la discrepancia entre la trayectoria en el tiempo que las unidades familiares desean que siga su consumo y la trayectoria en el tiempo en que las empresas proyectan proveer bienes de consumo. Aquí, según los austríacos, el resultado será una inflación continuamente creciente para mantener el ahorro forzoso, o el comienzo de una crisis económica, que ellos identificaban como el punto de inflexión más alto del ciclo económico. En esa crisis, los proyectos de consumo de los agentes se reafirman pero son incompatibles con la capacidad de la economía para entregar bienes de consumo. De este modo la crisis se caracteriza simultáneamente por una demanda excesiva de bienes de consumo, y un capital accionario demasiado grande, alguno de los cuales podría ser incompleto por añadidura, y no hay nada que hacer excepto esperar a que el transcurso del tiempo y la depreciación arreglen las cosas.<sup>4</sup>

La variación austríaca del modelo de doble tasa de interés falla de diversas formas. En primer lugar, deberían existir mecanismos que puedan convertir una tasa de ahorro más alta no proyectada inicialmente en un fenómeno de equilibrio. Dennis Robertson (1926) presentó como una posibilidad la "deficiencia inducida"; y Erik Lindahl (1930) sugirió que la rigidez de los salarios en condiciones de precios en aumento podría provocar una redistribución de los ingresos hacia los beneficios, y por ese medio, un aumento del ahorro voluntario. Más fundamentalmente, la teoría austríaca se basaba en el concepto de Boehm-Bawerk de una tasa de interés natural determinada únicamente por las propiedades técnicas de ese lado de la oferta, e independiente del comportamiento del sistema monetario. El propio Wicksell (1893, 1905) observó que aquí se presentaban problemas en una economía con múltiples mercaderías, como lo hizo Gustav Cassel (1903), y sobre todo Irving Fisher (1907). Sin embargo Wicksell los rodeó cuidadosamente al tratar su modelo de inflación con doble tasa de interés, y los austríacos simplemente los ignoraron, por lo menos hasta la publicación de la *Pure Theory of Capital* de Hayek en 1941.<sup>5</sup>

Por último, y cuando se llegaba a explicar la desaparición de esta variación del modelo de doble tasa de interés de la línea central de la macroeconomía, quizás lo más importante, el análisis austríaco reconoció implicaciones extremadamente pesimistas de política económica para capear las bajas cíclicas en general y la Gran Depresión de la década de 1930 en particular. Si la política monetaria expansionista era la causa del problema en primer lugar, utilizarla para generar una recuperación podría aplazar sólo temporariamente el comienzo de la crisis económica y empeorarla cuando eventualmente se produjera. En cuanto a los gastos de obras públicas, éstos sólo servirían para aumentar un volumen de capital ya excesivo y parcialmente superfluo, mientras las medidas para estimular el consumo simplemente exacerbarían una demanda ya excesiva de bienes de consumo. Entonces, una vez que se había iniciado una crisis, la única cosa prudente que se podía hacer era esperar, y dejar que la depreciación (y quizás el crecimiento demográfico) restablecieran el equilibrio de la estructura del lado de la oferta de la economía. En las circunstancias imperantes en la década de 1930, era poco probable que un consejo como este ganara admiradores para los analistas que le daban crédito.

## LA SEGUNDA VARIACION - LA MACRODINAMICA DE LA ESCUELA DE ESTOCOLMO

Los seguidores suecos de Wicksell, particularmente Erik Lindahl, Gunnar Myrdal y Bertil Ohlin, denominados por el nombrado en último lugar en (1937) como la "Escuela de Estocolmo", comprendieron y aceptaron la posición Fisheriana en el sentido de que

"Para comparar servicios productivos y los productos resultantes, los mismos deben estar expresados en una unidad común que presupone que la relación de precios es dada. Luego la tasa real de interés no depende solamente de condiciones técnicas, sino también de la situación de los precios, y no puede considerarse como que existe independientemente de la tasa de interés del préstamo." (Lindahl 1930, tr.1939, pág. 248)

Ellos captaron además su importancia en cuanto a la forma en que podría desarrollarse el modelo de doble tasa de interés de Wicksell, y tomaron una dirección muy diferente de la de los austríacos. Los economistas suecos interpretaron la tasa natural de interés no como el producto marginal del capital por unidad de capital determinada por las propiedades de cierta función de producción agregada, sino como la tasa de descuento que, en una economía estacionaria, produciría "igualdad entre el valor del capital y el costo de producción del capital real existente" (Myrdal 1931 pág. 70, original en cursiva) y, en una economía creciente, un "complejo de márgenes de ganancias en diferentes empresas que estimula exactamente la cantidad de inversión total de la que puede ocuparse la disposición de capital disponible [p.ej. ahorro]" (Myrdal 1931, páginas 82 y 83, original en cursiva).

Dos características de la variación de la Escuela de Estocolmo sobre el análisis de Wicksell surgieron directamente de la interpretación de la tasa natural de interés como una tasa de descuento para ser aplicada a futuras corrientes de ingresos. En primer término, se consideró importante la interacción entre el ahorro y la inversión principalmente debido a sus efectos sobre el *nivel actual* de la *demanda agregada* de producción, en lugar de sobre la *estructura futura* de su *oferta*; y en segundo término, las expectativas ejercieron gran influencia en el análisis de dicha interacción.<sup>6</sup> No obstante, a pesar de comprender la importancia de confiar en las expectativas progresivas como determinantes del comportamiento actual, la Escuela

de Estocolmo no propuso ninguna teoría para controlar la construcción de modelos de esas expectativas, y, si las expectativas no se confirmaran, podría suceder prácticamente cualquier cosa. Esa es una razón por la cual, a diferencia de sus contemporáneos austríacos, la Escuela de Estocolmo no creó ningún modelo teórico fundamental que resumiera su punto de vista. En su lugar, crearon una gran variedad de lo que ellos denominaron "secuencias modelo", argumentos flexibles acerca de la forma en que podría evolucionar una economía en el tiempo si la tasa de interés no se mantuviera a su nivel natural.

Tanto Lindahl como Myrdal comprendieron el llamado "efecto Fisher" de las expectativas inflacionarias sobre la tasa de interés nominal, y llegaron a la conclusión de que cualquier estructura a mediano y largo plazo de las tasas de interés del mercado era compatible en principio con el mantenimiento del equilibrio monetario, con la sola condición de que la misma fuera congruente con la estructura a mediano y largo plazo de las expectativas inflacionarias. En la práctica, ellos destacaron la importancia de mantener el entorno económico acerca del cual los agentes tenían que configurar expectativas tan simples como fuera posible, de modo que la meta de política económica recomendada por ellos fuera una variante de la estabilidad de los precios en la cual dichos precios abiertos a una fácil influencia de la política monetaria se moverían de acuerdo con aquellos precios, en particular los salarios monetarios, cuyo comportamiento ellos consideraban que eran determinados en gran parte a nivel institucional. Con la ayuda de la retrospectiva podemos apreciar que, en la "economía de crédito puro" Wickselliana, en cuyos términos habitualmente se llevó a cabo el análisis de la Escuela de Estocolmo, dichas recomendaciones dejaban mucho por hacer a la política monetaria. Dadas las expectativas inflacionarias del público en general, las autoridades monetarias debían fijar las tasas de interés a su nivel "natural", pero no parecían tener herramienta alguna para determinar cuáles serían esas expectativas en primer lugar. A medida que el trabajo de la Escuela de Estocolmo evolucionaba durante la década de 1930, comenzó a depender cada vez más de expectativas regresivas configuradas como una función de la experiencia, proporcionando de este modo una especie de solución a este problema.<sup>7</sup> Pero la crítica de Johan Myhrman (1991) en cuanto a que la teoría monetaria de ellos era definitivamente inadecuada, debe tener un considerable atractivo para cualquiera que prefiriera ver las expectativas inflacionarias configuradas con la ayuda de una teoría del comportamiento del nivel de los precios en

lugar de mediante una extrapolación teórica del pasado. Sin embargo, a estos efectos, bastará destacar las siguientes características de los modelos de doble tasa de interés de la Escuela de Estocolmo.

En primer lugar, donde los austríacos habían enfatizado la capacidad que tiene la creación de crédito bancario para distorsionar *la estructura del lado de la oferta de la economía*, los economistas suecos subrayaron su influencia sobre *el nivel global de la demanda de productos*. El ahorro forzoso aparece de vez en cuando en su análisis, pero considerándolo en conjunto, ellos le prestaron sólo un poco más de atención que los Bullionistas. En segundo lugar, la amplia variedad de "secuencias modelo" que admite el análisis de los economistas suecos, con su énfasis flexible sobre las expectativas, generó espacio para una amplia variedad de respuestas de política económica. Donde los austríacos habían sido rigurosamente nihilistas, la Escuela de Estocolmo fue pragmáticamente activista, sosteniendo que las políticas fiscales y monetarias, convenientemente diseñadas y coordinadas, podían mejorar realmente una situación de economía deprimida. No obstante, por último, y crucial para este informe, ellos compartieron el punto de vista de los austríacos en cuanto a que el ingrediente activo en la política monetaria era el otorgamiento de préstamos bancarios al sector privado, y que la variable clave a través de la cual se transmitían los efectos de la política monetaria, no era la cantidad de dinero sino la tasa de interés a la cual estaba disponible el crédito bancario, en relación con la tasa a la cual los inversores estaban dispuestos a tomar préstamos.

En todo esto, la Escuela de Estocolmo estaba siguiendo indudablemente un camino a lo largo del cual se pudieran desarrollar modelos de doble tasa de interés, pero se trataba de un camino a través de un terreno cuyos contornos estaban alterados por su fracaso, según Wicksell, en ampliar el concepto de "dinero" al que la teoría cuantitativa podría ser aplicada, a las obligaciones de depósito del sistema bancario. Por supuesto, cabe pensar que esta característica del análisis de ellos representaba una simplificación útil que permitía que la economía monetaria se concentrara en los asuntos cruciales y hasta ahora desatendiera los mecanismos que vinculan el sistema bancario con el proceso de asignación intertemporal, pero también es razonable que se tratara de una simplificación equivocada que evitó la investigación de otros asuntos potencialmente importantes.

## LA TERCERA VARIACION: UNA AMPLIACION DE LA TEORIA CUANTITATIVA

Irving Fisher fue sin duda el principal exponente de la teoría cuantitativa del dinero en las primeras dos décadas del siglo XX. Su caracterización (1911) de la teoría cuantitativa es bastante representativa de la forma de pensar de los economistas en ese momento.

"El nivel de precios ... normalmente var[ía] en forma directa con la cantidad de dinero (y con los depósitos que normalmente varían al unísono con la cantidad de dinero), a condición de que las velocidades de circulación y el volumen de negocios permanezcan incambiados, y de que haya un determinado estado de desarrollo de la banca de depósitos. Esto ... constituye la llamada teoría cuantitativa del dinero. El adverbio calificativo "normalmente" está incluido en la formulación a los efectos de prever los períodos de transición o los ciclos del crédito" (pág. 320).

Dentro del presente contexto, dos características de la explicación de Fisher son de particular interés: en primer lugar, su atribución a los depósitos bancarios de un rol paralelo al del "dinero", expresión que para él aquí quiere decir la moneda en circulación, en la determinación de los precios; y en segundo lugar, su referencia a "los períodos de transición o los ciclos del crédito" implicando circunstancias en las cuales la teoría cuantitativa no se sustentaba lo suficiente. De hecho estas dos características están interrelacionadas. En opinión de Fisher, en el transcurso del ciclo (o durante la transición desde el equilibrio a otra situación, ya que las dos situaciones eran esencialmente idénticas para él) la causalidad iba no solamente de la cantidad de depósitos al nivel de precios, sino *también, aunque no en vez de*, del nivel de precios a los depósitos. Los depósitos bancarios eran una variable endógena, pero para Fisher, y contrariamente a lo que pensaba Wicksell y sus posteriores seguidores suecos, eran un vínculo en un proceso acumulativo, en lugar de situarse al final de una cadena de causalidad unidireccional. La explicación de Fisher de esta posición era particularmente clara, como veremos ahora, pero él no fue de ninguna manera el único de los seguidores de la teoría cuantitativa de este período en defenderla.<sup>8</sup>

El análisis explícito de Fisher de los períodos de transición se apoyaba en un modelo de doble tasa de interés cuya relación con el de

Wicksell era reconocida por él (véase 1911, páginas 59 y 60), pero difería de lo analizado en las dos partes anteriores del presente informe en varias formas. Sus dobles tasas de interés estaban más próximas a las de Thornton, una tasa nominal de interés del mercado y la tasa nominal de utilidades esperadas por el típico hombre de negocios que tomaba préstamos de los bancos.<sup>9</sup> Sorprendentemente, dadas sus contribuciones a la teoría del capital (p.ej. 1907) Fisher fue vago acerca de lo que determinaba el componente real de la tasa de utilidades. El postulaba que si cierto shock determinaba la suba de los precios, se generarían expectativas de inflación y por ende mayores expectativas para el hombre de negocios en cuanto a utilidades, y que, aunque la tasa de otorgamiento de préstamos de los bancos teóricamente pudiera elevarse como para compensar totalmente este efecto, de hecho no lo haría.

"Por consiguiente, él ... será alentado a ampliar sus negocios aumentando sus préstamos. La mayoría de estos préstamos son en la forma de préstamos a corto plazo tomados de los bancos; y ... originará depósitos ... pero esta ampliación de la moneda en depósitos tiende además a elevar el nivel general de precios" (páginas 58 y 59).

El proceso acumulativo de Fisher era cíclico, a medida que la tasa de interés del mercado se ponía al corriente y luego sobrepasaba las expectativas de beneficios crecientes en el movimiento ascendente, y *mutatis mutandis* también en el movimiento descendente. Además, y concluyentemente, en ese proceso fueron los depósitos generados a consecuencia de préstamos bancarios los que afectaron la demanda de bienes y servicios, y no *per se* el nivel de la tasa de interés del mercado correspondiente a las expectativas de beneficios. De esta manera Fisher enfatizó justamente el elemento en el tratamiento Bullionista del modelo de doble tasa de interés del que Wicksell, los austríacos y la Escuela de Estocolmo, habían hecho total abstracción. De esta manera se concentró tan exclusivamente en el "canal monetario" en el mecanismo de transmisión como estos otros economistas lo hicieron en el "canal de crédito".

Como cuestión de lógica de los modelos de doble tasa de interés, ambos canales pueden ser operativos, según habían comprendido los Bullionistas. De la misma manera lo hizo el más joven contemporáneo inglés de Fisher, Ralph Hawtrey, cuya teoría monetaria del ciclo proporciona un vínculo vital entre la teoría cuantitativa del dinero y el enfoque "Keynesiano" ingreso-gasto para la determinación de la producción y el

empleo.<sup>10</sup> En el modelo de doble tasa de interés de Hawtrey — triple tasa de interés en su primera (1913) exposición del mismo, ya que allí él fue cuidadoso acerca de la distinción nominal-real al analizar expectativas de beneficios — la tasa de retorno con la que se comparaba la tasa de préstamos bancarios era la tasa sobre inversiones en existencias realizadas por "comerciantes", y no la de retorno sobre inversiones a largo plazo. Esta característica de su modelo supuestamente reflejaba el hecho de que la banca comercial inglesa y norteamericana, en lugar de la banca universal de estilo alemán, proporcionaba el contexto institucional de su análisis.

Sin embargo, el mecanismo de doble tasa de interés de Hawtrey implicaba un efecto directo sobre el mercado de créditos de la tasa de préstamos del sistema bancario sobre los gastos, un efecto que entró en juego, por ejemplo, cuando "[a] el aumento en la tasa de interés incrementa el costo de tener existencias de productos básicos, y los comerciantes proceden a reducir sus existencias en consecuencia, haciendo menos pedidos a los productores" (Hawtrey 1913, pág. 267). Aún así, para Hawtrey, éste era un efecto del primer round. Menores tenencias de existencias planificadas significaban menos préstamos tomados de los bancos, menos circulación de "dinero de crédito" (como algunas veces denominaba a los depósitos a la orden), y a su vez esto "implica[ba] menores saldos en el control de la comunidad en general y consecuentemente menores compras de mercadería" (1913 pág. 267), y así sucesivamente, en un proceso acumulativo en sentido descendente. En este proceso, el rol principal lo desempeñó la influencia de los préstamos bancarios sobre la cantidad de dinero bancario y por lo tanto sobre la demanda de productos, lo que aquí denomino el canal monetario.

Ahora Hawtrey, al igual que Fisher, utilizaba la frase "teoría cuantitativa" para referirse a la proposición acerca de la relación de equilibrio entre la cantidad de dinero y el nivel general de precios, y por lo tanto tenía conciencia de que analizar el proceso por medio del cual tal equilibrio podría ser alterado y restablecido era ir más allá de esa teoría. Como dice en el Prefacio de la primera edición de *Currency and Credit* (1919),

"El tratamiento científico del tema de la moneda es imposible sin alguna forma de teoría cuantitativa ... Pero la propia teoría cuantitativa de por sí es inadecuada, y conduce al método del tratamiento en base a lo que he denominado los ingresos de los consumidores y los gastos de los consumidores — o sea, simple-

mente los agregados de los ingresos individuales y los gastos individuales" (1919, pág. v)

La frase que habitualmente utilizaba Hawtrey para referirse a este agregado de los gastos individuales era "la demanda efectiva", e incluía el gasto de inversión en este agregado, porque suponía que las compras de bonos y otros activos financieros por parte de los consumidores se traducirían en demanda de bienes de capital por parte de los que vendían dichos instrumentos. Es decir que, en el análisis de Hawtrey el ahorro, excepto en la medida en que implicaba la acumulación de saldos monetarios, creaba demanda de productos con la misma seguridad con que lo hacían los gastos directos de los consumidores sobre el consumo. Aunque el análisis de Hawtrey daba lugar a que el sistema bancario afectara la producción de existencias a través de un canal de crédito, ignoraba completamente el problema de coordinar ahorro e inversión que los austríacos y la Escuela de Estocolmo, cada uno a su manera, habían enfatizado. En esto, estaba de acuerdo con el tratamiento de Fisher (1911) de los períodos de transición.

Hawtrey se preocupaba más de la producción que de las fluctuaciones del nivel de precios, y se basaba en la rigidez de los salarios monetarios para explicarlas. Además, desplegó el fenómeno en una forma novedosa. En la cuenta del ciclo de Marshall y Marshall (1879), la cantidad de dinero bancario interactuaba de un modo acumulativo con un nivel de precios flexible, pero aunque los precios fueran flexibles, los salarios monetarios no lo eran. Por eso, los salarios reales se movían en forma anti-cíclica, de modo que las variaciones de la producción y el empleo se convirtieron en una característica inherente al ciclo. A partir de entonces este tratamiento fue estándar en la economía neoclásica inglesa, y el propio Hawtrey la utilizó, particularmente en sus primeros escritos. Sin embargo, aún en (1913), sacó a colación, aunque brevemente, un rol alternativo para la rigidez salarial que, para mediados de la década de 1920 había llegado a preferir, y en el cual se basó de allí en adelante.<sup>11</sup> Esta alternativa hacía que la rigidez de los salarios provocara la rigidez del nivel de precios, particularmente en una dirección descendente. Por lo tanto el empleo variaba, no porque los precios y los salarios reales variaran como lo hacía el gasto nominal, sino debido a que los precios no variaban y por consiguiente sí lo hacía la demanda efectiva real. Según las palabras de Hawtrey,

"... la causalidad del desempleo por parte de la contracción monetaria se explica mejor a través de los ingresos y los gastos de los

consumidores. Supongamos que sucede algo ... que ocasiona una reducción en los ingresos de los consumidores. Se originará una reducción de los gastos de los consumidores (no exactamente igual, ya que se puede recurrir a los saldos de los consumidores). Por eso se restringe la demanda efectiva total de bienes. Los comerciantes ven decaer sus ventas a los precios vigentes y hacen pedidos más pequeños a los productores para reponer sus existencias. La actividad disminuida de los productores significa otra disminución de los ingresos y los gastos de los consumidores ...

Este proceso comienza y aún puede continuar por un tiempo sin caída alguna de los precios ...

La caída de los precios, en tanto se logre efectivamente, es un alivio; hace que una determinada cantidad de demanda de dinero absorba una mayor cantidad de mercadería. La dificultad de reducir los salarios prolonga la depresión, debido a que obstruye la caída de los precios." (Hawtrey 1932, páginas 320 a 322).

### **ELECCION DE VARIACIONES: EL *TRATADO SOBRE DINERO* Y LA *TEORIA GENERAL***

El *Tratado sobre Dinero* de Keynes (1930) fue concebido como un importante aporte a la teoría monetaria. Uno de sus propósitos explícitos y primordiales era integrar la teoría cuantitativa del dinero, y más específicamente la versión de Cambridge de la misma empleada por Hawtrey, con el modelo de doble tasa de interés de Wicksell. El desarrollo del sistema de Wicksell por parte de Keynes era muy del estilo de la Escuela de Estocolmo, con el importante impacto de la interacción entre ahorro e inversión sobre la demanda actual de producción en lugar de la estructura de su oferta futura. De este modo era bastante antitético para los analistas austríacos.

Keynes reconoció una relación entre lo que él estaba intentando y lo que Hawtrey ya había logrado, sosteniendo que la diferencia principal estribaba en que Hawtrey enfatizó excesivamente la tasa de interés a corto plazo y la inversión en existencias desatendiendo la tasa a largo plazo y la formación de capital a largo plazo. Sin embargo, también negó cualquier efecto directo de la cantidad de dinero sobre el gasto. Observando muy correctamente que los modelos usuales de la teoría

cuantitativa hacían que la "tasa bancaria ... actuase directamente sobre la cantidad del crédito bancario y de este modo sobre los precios de acuerdo con la ecuación cuantitativa" (1930, I, pág. 168), resumió su propio punto de vista sobre el asunto de la siguiente manera:

"Dados los cambios asociados en la cantidad total de dinero y en el nivel efectivo de tasa bancaria respectivamente, es a través del último que se genera la modificación definitiva del poder adquisitivo ... El orden de los acontecimientos *no* es que un cambio de tasas bancarias afecta el nivel de precios porque, a los efectos de hacer efectiva la nueva tasa bancaria, la cantidad de dinero debe ser alterada. Es más bien por el otro camino. Un cambio en la cantidad de dinero afecta el nivel de precios en primera instancia, porque esto representa una tasa bancaria que cambiará la tasa de interés del mercado en relación con la tasa natural.

Si partimos desde una posición de equilibrio, luego — siempre y cuando los beneficios de eficiencia sean estables — la condición para la sostenida estabilidad del nivel de precios es que el volumen total de dinero varíe de forma tal que el efecto del correspondiente volumen de préstamos bancarios sobre la tasa de interés del mercado sea mantener el valor de la nueva inversión en un pie de igualdad con el ahorro actual" (1930, I, pág. 197).

En resumen, el canal de crédito era el más importante de acuerdo con el *Tratado sobre Dinero*, mientras en el canal monetario, la causalidad va en dirección contraria a lo postulado por Fisher o Hawtrey. Sin embargo, el modelo del *Tratado* no era completo ni coherente. Como es bien sabido, carecía de un mecanismo para deducir consecuencias bien definidas para el ingreso y el empleo resultantes del desequilibrio de la tasa de interés sobre la que se centraba. No reconocido tan ampliamente, pero igualmente importante dentro del contexto actual, era el hecho de que no consideraba lo que podría suceder si la cantidad de dinero puesta en circulación por los préstamos bancarios necesaria para mantener la tasa de interés a su nivel natural fuera diferente de la que la economía quisiera mantener.

*La Teoría General* (1936) abordó a fondo el primero de los defectos del *Tratado* mencionados precedentemente, pero lo hizo dentro de un marco que simplemente descartaba el segundo de ellos. En primera instan-

cia esa obra constituyó un aporte para la literatura sobre el empleo. Aquí una de sus contribuciones analíticas específicas fue sostener que los recortes salariales en dinero, en la medida en que realmente funcionen, no afectarían al empleo por medio del camino clásico de inducir una caída en el salario real. En su lugar, funcionarían a través de una variación del mecanismo monetario que Hawtrey había explorado anteriormente, a saber, induciendo un menor nivel de precios y por consiguiente una mayor cantidad de lo que ahora llamaríamos saldos monetarios reales.<sup>12</sup> Además, Keynes mostró que podía obtenerse un resultado similar más rápidamente por el simple expediente de aumentar la oferta monetaria nominal, sin bien como parte de un caso más amplio que ni los recortes salariales ni la expansión monetaria eran lo suficientemente confiables como para constituir las herramientas principales de una política orientada a restablecer y luego mantener el pleno empleo.

En *La Teoría General*, Keynes utilizó un marco estático comparativo en el cual la cantidad nominal de dinero es una variable exógena para llegar a estos puntos, y los exponentes de IS-LM a su debido tiempo extrajeron una versión formal de la misma en base a esa obra. Este modelo a su vez llegó a dominar la macroeconomía, y por medio de este camino se le dieron nuevas fuerzas a la ficción analítica muy pasada de moda de una oferta monetaria nominal exógena, que sin embargo había sido la condición *sine qua non* de la teoría cuantitativa, y la variación de Fisher-Hawtrey en el modelo de doble tasa de interés, donde la endogeneidad de la cantidad de dinero era la verdadera esencia, fue dejada totalmente de lado.<sup>13</sup> Por otra parte, la estática comparativa de *La Teoría General* e IS-LM recalcó la incapacidad de la tasa de interés para equilibrar el ahorro y la inversión a pleno empleo. El desempleo crónico fue atribuido a la supuesta incapacidad de la tasa de interés del mercado para caer hasta un apropiado nivel natural Wickselliano, aunque Keynes se negaba a llamarlo así, en una economía monetaria.

En la propia versión de Keynes del argumento, la preferencia por la liquidez que a su vez fue una consecuencia de una incertidumbre básica, puso un nivel mínimo por debajo de la tasa de interés, sin importar cuál pudiera ser la cantidad nominal de dinero determinada en forma exógena.<sup>14</sup> En variaciones subsiguientes sobre el tema IS-LM, a menudo el propio sistema bancario ha determinado la tasa de interés del mercado, ajustándose entonces en forma pasiva la cantidad de dinero para satisfacer la demanda. En ambos casos, con la tasa de interés del mercado determinada inde-

pendientemente del ahorro y la inversión, la producción cambiaría de forma de poner en equilibrio estas variables cuando esa tasa de mercado fuera diferente del valor necesario para generar inversión suficiente para llenar la brecha entre producción y consumo a pleno empleo. De este modo una variación muy específica en el modelo de doble interés llegó a dominar la corriente principal — la llamada macroeconomía "Keynesiana". En esa variación la influencia de los efectos del primer round del canal de crédito sobre la inversión, y por ese camino sobre el actual nivel de demanda agregada, era la única fuerza en juego.

### **EL TEMA DE LA DOBLE TASA DE INTERES Y EL MONETARISMO**

Aunque la macroeconomía Keynesiana de este tipo predominó durante tres o cuatro décadas, sus exponentes no tenían las cosas completamente de su lado. Pronto resultó que el sistema IS-LM de dinero nominal exógeno era bastante capaz de rendir algunos resultados muy impropios de Keynes, según su configuración precisa. Muchos de los primeros que revisaron la *Teoría General*, incluso Hawtrey (1937) y Viner (1936), habían sostenido que los argumentos de Keynes acerca de la importancia de la preferencia por la liquidez como un factor que ponía un nivel mínimo por debajo de la tasa de interés no eran empíricamente convincentes, que de hecho la demanda de dinero estaba dominada por los motivos de las transacciones y era bastante inflexible con respecto al interés. Si esta versión alternativa de la relación estaba incluida en un sistema IS-LM en el cual los salarios en dinero y los precios no eran enteramente rígidos, entonces, aún en ausencia del efecto Pigou, el sistema convergería hacia un equilibrio a pleno empleo. Por lo tanto la etapa fue puesta a discusión acerca de las propiedades, en primer lugar de la sensibilidad al interés de la función de la demanda de dinero, y en segundo lugar del grado de reacción del comportamiento de los salarios y los precios al desempleo, concretamente acerca de los dos asuntos que llegarían a dominar la controversia Monetarista un cuarto de siglo más tarde.

Ahora el efecto de la victoria empírica del Monetarismo en esa controversia (el hecho de que se tratara de una victoria justificada o no es irrelevante en este caso) a primera vista fue eliminar de la macroeconomía el modelo de doble tasa de interés, pero solamente a primera vista. El Monetarismo consideró la cantidad de dinero como "exógena" sólo en el

sentido de que funcionaba con un sistema en el cual una importante línea de causalidad iba desde el dinero hasta la demanda global, y a menudo con un sistema simplificado en el cual se destacaba únicamente esta línea de causalidad; pero algunos de sus exponentes, por ejemplo Karl Brunner y Allan Meltzer (véase 1993 para una referencia retrospectiva de sus puntos de vista), nunca recurrieron a esta simplificación y siempre destacaron la importancia de la interacción entre los bancos y el público no bancario en el mercado crediticio, como elemento crucial para la determinación de la oferta monetaria.<sup>15</sup> Los escritos de Friedman sobre el ciclo en colaboración con Anna Schwartz (p.ej. 1963a y b) enfatizaron los mismos factores, aunque en una composición dinámica en la cual lo que realmente importaba era los efectos de los cambios de la oferta monetaria sobre la demanda global cuya índole y cuya magnitud eran, en una primera aproximación, independientes de sus fuentes. Como ellos lo expusieron en (1963b)

"La cuestión clave no es si la dirección de la influencia es en su totalidad del dinero hacia los negocios o si es en su totalidad de los negocios hacia el dinero; es si la influencia que va del dinero a los negocios es significativa, en el sentido de que la misma pueda corresponder a una parte sustancial de las fluctuaciones en la actividad económica ... La [existencia de] la influencia refleja de los negocios sobre el dinero ... no está en duda a la luz de la evidencia basada en hechos que fue resumida precedentemente ..." (Friedman y Schwartz, 1963b, páginas 214 y 215).

De esta manera, el Monetarismo utilizó efectivamente una variación en el modelo de doble tasa de interés, pero fue la variación Fisher-Hawtrey, en lugar de la de Wicksell, la de la Escuela de Estocolmo y Keynes, o incluso la de los Austríacos.

## CONCLUSIONES

La contrarrevolución Monetarista, como la llamó Harry Johnson (1971) se dejó, para beneficio de la retrospectiva, inconclusa. La macroeconomía neoclásica por un tiempo pareció no estar haciendo nada más que poner al monetarismo sobre una base teórica formulada con mayor rigurosidad, pero de hecho operó un cambio mucho más profundo en la macroeconomía. Insistió en que las bases teóricas en cuestión tenían que implicar compensación continua en todos los mercados, y de este modo

hizo que la macroeconomía fuera completamente inhóspita para los modelos de doble tasa de interés de cualquier clase, ya que el hecho de que el mercado para el crédito bancario no se halle en equilibrio constituye la propia esencia de dichos modelos.

Es la opinión de una minoría, pero no obstante debe señalarse, que este desarrollo ha sido retrógrado. La economía monetaria, por toda su sofisticación técnica, ha sido restablecida al nivel de entendimiento sustantivo en el que la encontró Henry Thornton en 1802. Los economistas neoclásicos analizan modelos en los cuales la cantidad de dinero es dada en forma exógena, o en los cuales el dinero bancario, o interior, como se le llama ahora, predomina, y su cantidad se considera una variable endógena pasiva sin significado empírico. Además, todas las cuestiones acerca de la capacidad de los mercados para coordinar la asignación intertemporal de recursos se presuponen afirmativas, antes de comenzar cualquier análisis.

No obstante, en muchas economías contemporáneas, como en la de Gran Bretaña a principios del siglo XIX, existen sistemas monetarios con tipos de cambio flexibles. En esas economías, la demanda de bienes y servicios parece responder a políticas bancocentralistas orientadas hacia las tasas de interés, permaneciendo la cantidad de dinero bancario determinada en forma endógena como un indicador anticipado, no retrospectivo, del ciclo, y las contracciones cíclicas de la actividad económica y sus repercusiones parecen a veces caracterizarse por proyectos de inversión no deseados, amén de inconclusos (los más recientes y evidentes en propiedades inmobiliarias comerciales).<sup>16</sup> Aunque los modelos de doble interés no figuran más en el estado actual de la economía académica, es decir, en los fenómenos con los cuales tratan en las tres variaciones de los mismos, parecen estar muy presentes en la vida económica real. Quizás, por lo tanto, los problemas teóricos con cuya historia se ha relacionado el presente documento merecen que se les preste atención nuevamente.

**NOTAS FINALES**

1. Thomas Humphrey (1990) y Neil Skaggs (1995) han estudiado la evolución de los modelos de doble tasa de interés durante el siglo XIX. Axel Leijonhufvud (1981) es el *locus classicus* para la historia de estas ideas en la primera parte del siglo XX.
2. He estudiado la relación del análisis de Wicksell con la teoría cuantitativa en Laidler (1991a), Capítulo 5.
3. Por lo que tengo entendido, Wicksell sólo empleó la frase productividad marginal del capital una vez en relación con la tasa de interés natural, en (1907). Sin embargo su sistemática exposición del caso de economía de crédito puro en (1898) aclara bastante las raíces del concepto en la teoría austríaca del capital.
4. He estudiado la teoría austríaca del ciclo en general, y la contribución a la misma de Hayek en particular en Laidler (1994). En ese ensayo (páginas 10 a 16) cuestioné la lógica por la cual los austríacos afirmaban la inevitabilidad de la inflación creciente para alejar la crisis. Sin embargo, lo que importa en el contexto actual es que ellos creían en la validez de este punto, y no si tenían justificación para hacerlo.
5. Véase Steedman (1994) para un comentario perspicaz de esta difícil obra.
6. Pero aquí debería anotarse el calificativo "principalmente", porque cierta obra de la Escuela de Estocolmo se relacionaba con la forma en la cual los cambios en la distribución del ingreso podrían convertir el ahorro forzoso en ahorro voluntario, y así eliminar el desequilibrio entre la estructura de la demanda y la estructura de la producción que los austríacos consideraban inevitable. He estudiado su trabajo y su relación con el de sus contemporáneos austríacos en Laidler (1991).
7. Esto, por supuesto, es solamente lo que había hecho Wicksell también en su modelo de economía política de crédito puro, aunque asimismo es interesante observar que igualmente indicó tener conocimiento de las dificultades que crearían para su análisis las previsio-

nes esperadas, o incluso endógenas. Véase Laidler (1991a, páginas 134 y 135).

8. Tampoco de un período anterior. La respuesta endógena de dinero bancario para expansión comercial, y sus efectos subsiguientes sobre esa expansión fue un aspecto primordial de las teorías monetarias de la teoría del ciclo en el siglo XIX. Véase Laidler (1991a, Capítulo 1, especialmente páginas 20 a 26).
9. Obsérvese sin embargo que la distinción de tasa de interés nominal real no ocurre en el *Paper Credit*. Thornton hizo esta distinción en un discurso parlamentario en defensa del *Bullion Report*, reimpresso en la edición Haykek del *Paper Credit*.
10. He analizado las teorías del ciclo de Fisher y Hawtrey, y el rol que allí desempeñan las respuestas endógenas de dinero bancario, en Laidler (1991a, Capítulo 4).
11. Aunque el pasaje que cito a continuación para ilustrar este punto de vista proviene de Hawtrey (1932), fue seleccionado por la claridad con que expone el asunto, más que porque 1932 es la fecha de la primera aparición del concepto en el trabajo de Hawtrey. Es, por ejemplo, un aspecto primordial de su análisis de política monetaria y gastos de obras públicas en Hawtrey (1925).
12. Sin embargo, se debería observar que Keynes (1925) también había examinado este mecanismo, aunque intrépidamente. El hecho de que no figure en el *Tratado sobre Dinero* sugiere que, todavía cinco años más tarde, Keynes no había apreciado totalmente su importancia.
13. Véase Skidelsky (1995) para un estudio del rol desempeñado por la teoría cuantitativa en el desarrollo del pensamiento económico de Keynes, y su actitud ambivalente con respecto al mismo.
14. Por lo tanto me he encontrado al mismo tiempo de acuerdo con Patinkin (1976) acerca de la importancia primordial del Capítulo 19 de *La Teoría General*, y con Allan Meltzer (1988, Capítulo 4) acerca de la importancia de la interpretación que da la obra a la incertidumbre fundamental como fuente de desempleo temporal.

Mi excusa para esto es que no alcanzo a ver ninguna razón por la cual un autor no pueda intentar transmitir más de un mensaje importante en una sola obra.

15. Brunner y Meltzer, (p.ej. 1993) se quejaron extensa y correctamente de que las precitadas versiones de IS-LM, en las que la tasa de interés se considera exógena y la cantidad de dinero se toma como una variable pasivamente endógena, fallan al ignorar el hecho de que los bancos interactúan con el público no bancario tanto en el mercado de créditos como en el de saldos monetarios, y que, siendo como son los datos de identificación de los balances, los resultados de estas interacciones deben satisfacerlos antes de que el conjunto del sistema pueda estar en equilibrio.
16. Estoy agradecido a Erich Streissler por esta última consideración.