

REFLEXIONES SOBRE LA TEORÍA PURA DEL DINERO DEL SEÑOR J.M. KEYNES¹

F.A. HAYEK

I

La aparición de cualquier trabajo del señor J.M. Keynes es siempre un asunto importante y la publicación del *Treatise on Money*² ha sido esperada durante mucho tiempo y con gran interés por todos los economistas. Sin embargo, en esta ocasión me parece que el *Treatise* es una obra que pone de manifiesto una fase transitoria de un proceso de rápida evolución intelectual y por tanto no se puede decir que su aparición tenga la importancia definitiva que se esperaba de ella. Es verdad que se ve en esta obra la impronta del descubrimiento reciente por su autor de ciertas líneas de pensamiento ajenas a la escuela a la que Keynes pertenece, pero no sería adecuado considerarla como algo más que un trabajo experimental, algo así como un primer intento de incorporar estas nuevas ideas al núcleo de las enseñanzas tradicionales de Cambridge pero todavía muy en la línea de los primeros trabajos del autor. La línea adoptada por el autor, que viene a convertir al tipo de interés y a sus relaciones con el ahorro y la inversión en el eje central de la teoría monetaria, es ya un enorme avance por lo que respecta a su posición inicial y no hay duda de que se encuentra en la dirección correcta. Pero a un economista

¹ [Publicado con el título «Reflections on the Pure Theory of Money of Mr. J.M. Keynes», *Economica*, vol. 11, n.º 33, agosto de 1931, pp. 270-295. -Ed.]

² J.M. Keynes, *A Treatise on Money*, 2 vols. (Londres: Macmillan, 1930). [Nueva Edición como vol. 5 (subtitulado *The Pure Theory of Money*) y volumen 6 (subtitulado *The AppliEd. Theory of Money*) (1971) de *The CollectEd. Writings of John Maynard Keynes*, cit. -Ed.] [Traducción española de José A. de Aguirre en un solo volumen que contiene prácticamente todo el volumen primero sobre la teoría pura del dinero y algunos capítulos seleccionados del volumen segundo: *Teoría del dinero* (Madrid: Ediciones Aosta, Biblioteca de Grandes Economistas del Siglo XX, 1996)].

continental esto no es algo que pueda parecerle tan novedoso como al autor, aunque haya que admitir que se trata del intento más ambicioso realizado hasta ahora para abordar todos los detalles y complicaciones del problema. Lo que tendremos que examinar aquí es si este intento ha sido satisfactorio y no se ha visto afectado seriamente por el hecho de haber aplicado más esfuerzo a ciertos adornos que a los teoremas fundamentales del análisis económico real, que son los únicos sobre los que cabe construir con éxito cualquier tipo de explicación monetaria.

No se puede decir que el libro no sea teóricamente estimulante. Pero a la vez es difícil dejar de expresar cierta preocupación sobre el efecto inmediato que pueda tener su publicación para el desarrollo de la teoría monetaria. No hay duda de que la prisa en publicarlo, que el autor atribuye a la necesidad de apoyar teóricamente toda una serie de propuestas de política económica que considera importantes, ha contribuido a la publicación de un trabajo que, para decirlo abiertamente, está sin terminar. Las propuestas son, en verdad, revolucionarias y desde luego no creo que fracasen en su intento de llamar la atención. Vienen de un escritor que se ha ido labrando una reputación casi única y bien merecida por la valentía y el sentido práctico de sus puntos de vista, puestos de manifiesto en numerosos pasajes de la obra, donde demuestra su excelente preparación, erudición y conocimiento de la realidad, así como el gran esfuerzo realizado para apoyar, siempre que ha sido posible, los razonamientos teóricos en las informaciones estadísticas disponibles. Es más, la mayoría de las conclusiones prácticas que se alcanzan parecen coincidir bastante bien con lo que dicta el sentido común al hombre de la calle y desde luego la impresión a su favor que esto suscita no se va a ver disminuida por la dificultad teórica que tiene una buena parte del trabajo (Libros 3 y 4), que incluso puede ser difícil de entender por los expertos en la materia. Pero de esta parte de la obra depende todo lo demás. Aquí es donde se encuentra tanto la fuerza como la debilidad del argumento así como la originalidad del trabajo. Desafortunadamente, la exposición es tan asistemática, difícil y oscura que resulta extraordinariamente difícil para un economista que no esté de acuerdo con las conclusiones llegar a establecer de un modo preciso cuál es el punto exacto de su

desacuerdo y cuál la objeción concreta a formular. Hay pasajes de la obra en los que la inconsistencia en el uso de la terminología produce un grado tal de oscuridad que cualquiera que esté familiarizado con los trabajos anteriores de Keynes lo encontrará increíble. Solo con extrema precaución y la máxima reserva puede uno intentar la crítica, porque nunca se está seguro de haber entendido lo que Keynes quiere decir exactamente.

Por esta razón, propongo dejar a un lado en estas reflexiones los aspectos de los que se ocupa casi por entero todo el volumen 2 de la obra para concentrarme en los aspectos centrales. Me dirijo expresamente a aquellos lectores expertos que hayan leído la obra completa.³

II

El libro 1 hace un análisis y clasificación de las distintas clases de dinero en muchos aspectos excelentes; donde surgen dudas y objeciones, los puntos de discrepancia no merecen la pena considerarse ahora y se pueden dejar para después. El punto más importante e interesante de este análisis tal vez sea el estudio de los factores que determinan las distintas cantidades de dinero retenidas por los diferentes miembros de la comunidad y la división de la circulación total de dinero en los llamados «depósitos de renta» y «depósitos de negocios». Dicho sea de paso, esta distinción viene apareciendo una y otra vez en los escritos monetarios desde la época de Adam Smith (al que cita Keynes), pero hasta ahora no ha demostrado tener demasiada utilidad.

El libro 2 constituye una interesante discusión acerca del problema de la medida del valor del dinero. El autor nos ofrece un tratamiento excelente y sistemático de esta cuestión tan controvertida. En este punto bastará decir que aborda el problema

³ Si algún punto de mi propio análisis de este tema se da por sabido, los lectores ingleses pueden recurrir a los capítulos 2 y 3 de mi libro *Prices and Production* [Edición española: *Precios y producción*, cit.], donde he tratado de exponer con carácter amplio las consideraciones teóricas generales que considero indispensables para cualquier tratamiento de este problema.

de una forma muy actual, basándose en los números índices de precios entendidos como expresión de las variaciones en la suma de precios de una cesta de mercancías, según las líneas científicas marcadas por Haberler en su *Sinn der Indexzahlen*.⁴ Su principal aportación en este tema consiste en el intento de basar en la teoría de la probabilidad la metodología para el cálculo de esta clase de números índices.

Para poder entender lo que sigue solo preciso decir aquí que Keynes, a efectos de la teoría del dinero, distingue, como cosa relativamente menos importante, el Patrón Monetario en sus dos formas de Patrón Transacciones y Patrón Saldos de Caja (así como el infinito número de índices de precios secundarios del dinero que pueden construirse para fines especiales) de su Poder para adquirir unidades de trabajo y el Poder Adquisitivo General propiamente dicho, que son fundamentales en un sentido en el que los niveles de precios basados en otro tipo de gastos no lo son, porque «el esfuerzo y el consumo humano son, en último término, las únicas referencias de las que cabe derivar algún significado» (vol. I, p. 134).⁵

III

En los libros 3 y 4 Keynes propone «un método nuevo para abordar el problema fundamental de la teoría monetaria». ⁶ Comienza haciendo un catálogo muy elaborado de los términos que se propone utilizar, y ya en este punto y desde el comienzo nos encontramos con algo muy peculiar y que probablemente será un obstáculo para la mayoría de los lectores; me refiero al concepto de «beneficios del empresario» que, de manera expresa, se excluyen del concepto de renta monetaria y forman una categoría aparte.

⁴ [Gottfried, Haberler, *Der Sinn der Indexzahlen*, cit. Para más referencias sobre Haberler véase en este volumen capítulo II, nota 73. -Ed.]

⁵ *Treatise* (1930), cit. vol. 1, p. 134. [*The CollectEd. Writings*, vol. 5, p. 120. -Ed.] [en la edición esp., p. 131].

⁶ *Ibid.*, Prefacio. [*The CollectEd. Writings*, p. xvii. -Ed.] [p. 11].

No tengo que hacer ninguna objeción fundamental a esta molesta distinción y estoy conforme con la definición que formula cuando dice: «Por tanto, cuando la remuneración real de los empresarios es superior o inferior a la definida como normal, de manera que los beneficios sean positivos o negativos, los empresarios —en la medida en que no tengan limitada su libertad de acción por los contratos existentes con los factores de la producción que en ese momento sean irrevocables— tratarán de aumentar (o disminuir) la escala de sus operaciones»,⁷ deduciendo de aquí que los beneficios de los empresarios son la fuerza principal del cambio dentro del sistema económico. Pero no puedo estar de acuerdo con la explicación que da de la forma en que hacen su aparición los «beneficios» ni con su afirmación de que solamente las variaciones de los «beneficios agregados», en el sentido en que emplea este término, pueden llevar a la expansión o contracción de la producción. Desde su punto de vista, los beneficios se consideran como un «fenómeno puramente monetario», en el sentido más estricto de esta expresión. La causa de la aparición de estos beneficios, como motor fundamental del cambio, no es un factor real, ni un desajuste en la demanda y oferta relativa de los bienes que constituyen los costes y sus respectivos productos (es decir la oferta relativa de los bienes intermedios de las fases sucesivas del proceso de producción), es decir algo que pudiera suceder también en una economía de trueque, sino solo los cambios espontáneos en la cuantía y en la dirección de los flujos de dinero. En realidad, en su razonamiento el flujo de dinero es tratado como si fuera la única variable independiente que pudiera dar lugar a una diferencia positiva entre los precios de los productos y sus respectivos costes de producción. La estructura de bienes sobre la que incide la corriente de dinero se supone que es relativamente rígida. Pero, en la práctica, naturalmente, la causa original del cambio puede ser también una variación en la oferta relativa de cada una de estas clases de bienes que, a su vez, afectará a las cantidades de dinero gastadas en ellos.⁸

⁷ [Ibíd., pp. 112-113. -Ed.] [p. 124].

⁸ La diferencia entre la tesis de Keynes y la mía aquí no se debe, como puede parecer a primera vista, al descuido por mi parte en advertir que Keynes trata solo

Pero aunque muchos lectores sentirán que Keynes, en su análisis, deja a un lado muchas cosas esenciales, no es del todo fácil detectar el fallo del argumento. Su explicación parece deducirse necesariamente del tópico que implica afirmar que los «beneficios» solo pueden aparecer si se recibe más dinero por la venta de los bienes que el gastado en su producción. Pero aunque esto sea evidente, la conclusión que se deduce de ello se convierte en una auténtica falacia si lo único que hacemos es comparar los precios de los bienes de consumo ya terminados y los pagados a los factores de la producción. Pero esto es exactamente lo que hace Keynes, si exceptuamos el caso absolutamente insuficiente de la *nueva* inversión.

Como tendré ocasión de señalar en más de una ocasión, Keynes trata el proceso de producción corriente de los bienes de consumo como si se tratara de un proceso integral en el que solo los precios pagados inicialmente a los factores de la producción son los que importan a la hora de medir su rentabilidad. Parece pensar que su concepto de inversión (positiva o negativa), es decir el aumento o disminución neto del capital de una comunidad, es suficiente para explicar el cambio en la oferta relativa (y por tanto en su valor) de los bienes intermedios de producción. Manejar un concepto agregado de inversión neta (positiva o negativa) dejando a un lado la posibilidad de variaciones entre cada una de las fases del proceso de producción es claramente insuficiente, pero esto es exactamente lo que Keynes hace.

La realidad es que el concepto de inversión agregada que maneja es ambiguo y está basculando continuamente entre la idea de un excedente por encima de lo necesario para reponer o amortizar el capital utilizado en la producción corriente y la de una adición al valor agregado de los bienes de capital, cosa todavía menos apropiada para explicar este fenómeno.

Cuando me ocupe del concepto de inversión indicaré en qué se basa esta confusión; por el momento, y con independencia de algunas expresiones claramente contradictorias de Keynes, vamos

un problema de corto plazo, sino que Keynes, con su supuesto implícito de que los factores reales están en equilibrio, no se da cuenta de que está introduciendo una visión a largo plazo del tema.

a considerar que el concepto de inversión incluya, como probablemente hará, solamente la adición neta al valor de todos los bienes de capital existentes. Si partimos de una situación en la que, de acuerdo con este criterio, no tiene lugar inversión alguna y por tanto todo el gasto en los factores de la producción está dirigido a procurar bienes de consumo, es claro, para tomar un caso extremo, que no habrá una diferencia neta entre los ingresos agregados que procura la producción y los pagos a los factores de la producción y tampoco habrá un beneficio neto agregado de los empresarios considerados en su conjunto, *porque* los beneficios en las fases inferiores del proceso de producción estarán compensados con las pérdidas de las fases superiores. No obstante, en este caso, no será rentable para los empresarios, en su conjunto, continuar empleando por más tiempo la misma cantidad de factores de producción que antes.

Solo tenemos que imaginarnos el caso en el que para cada una de las fases sucesivas de un proceso de producción haya más bienes de carácter intermedio de los que hacen falta para volver a producir los bienes intermedios que existen en ese mismo momento en la fase siguiente, de manera que en las fases inferiores (es decir, aquellas más próximas al consumo) haya escasez y en las fases superiores excesos de producción, en comparación con la demanda corriente de bienes de consumo. En este caso los empresarios de las fases superiores probablemente experimentarán pérdidas, pero incluso si estas pérdidas estuvieran exactamente compensadas o más que compensadas por los beneficios de las fases inferiores, no compensará el empleo de todos los factores de la producción disponibles en una buena parte del proceso de producción que necesitamos completar para mantener la oferta de bienes de consumo. Y aunque las pérdidas de los empresarios de las fases superiores estén equilibradas con los beneficios de los empresarios de bienes de consumo terminados, la disminución de la demanda de factores de producción en los primeros no puede ser compensada por el incremento de la demanda de los factores de los últimos, pues lo que estos necesitan son bienes semi-terminados y solo pueden utilizar trabajo en la medida en que esos bienes son producidos en cada una de las fases respectivas. En un caso así, los beneficios y las pérdidas no tienen el efecto

que Keynes asigna en su análisis a la diferencia que se produce entre el ingreso que procuran los bienes de consumo terminados y el gasto en los factores de la producción. O, mejor dicho, no hay nada parecido a esos «beneficios agregados» de los que nos habla Keynes y no se dan esos efectos que él atribuye a la aparición de esos *beneficios o pérdidas agregados*. La explicación de esto reside en que la definición de beneficios que he citado antes sirve bien cuando se aplica al caso de los beneficios de empresas concretas, pero se convierte en algo desorientador cuando se aplica a los empresarios como un todo. Los empresarios que obtienen beneficios no tienen necesariamente que emplear más factores para ampliar su producción, sino que pueden extraerlos fundamentalmente de las existencias de bienes intermedios que se acumulan en las fases anteriores de la producción, al tiempo que los empresarios que experimentan pérdidas en esas fases despiden trabajadores.

Pero esto no es todo. No solo es posible que los cambios que el señor Keynes atribuye exclusivamente a las variaciones en los «beneficios agregados» ocurran cuando esos «beneficios agregados», en el sentido en que él los entiende, no existan. También es posible que aparezcan «beneficios agregados» por causas diferentes a las que considera en su análisis. No es necesario en modo alguno que los «beneficios agregados» sean el resultado de la diferencia entre los ingresos y los gastos *corrientes*, ni que todas las diferencias entre los ingresos y los gastos corrientes den lugar a la aparición de «beneficios agregados», porque incluso si no hay ni inversión positiva ni negativa, los empresarios pueden ganar o perder en términos agregados a causa de las variaciones en el valor de sus bienes de capital, variaciones debidas a nuevas adiciones o deducciones del capital existente.⁹ Son estas variaciones en el valor de los productos intermedios existentes (o «inversión», o capital, o como se le quiera llamar) lo que actúa como factor de equilibrio entre los ingresos y los gastos corrientes. O, para decirlo de otra forma, los beneficios no se pueden explicar como la diferencia entre los gastos de un periodo y los ingresos

⁹ Por supuesto, esta clase de cambios no tienen por qué afectar solo a los empresarios. Pueden también afectar a los demás propietarios del capital.

del *mismo* periodo o un periodo de igual longitud, porque *el resultado del gasto que se ha hecho en un periodo se venderá muy a menudo en un periodo que es más largo o más corto que el primero*. Esta es la característica esencial de la inversión positiva o negativa que tiene que considerar el argumento.*

No es posible, en este escenario, demostrar que una diferencia entre los ingresos y los gastos corrientes tenderá siempre a provocar variaciones en el valor del capital existente que en modo alguno vienen constituidas por esa diferencia y que, a causa de esto, los efectos de una diferencia entre los ingresos y los gastos corrientes (es decir, los «beneficios» en el sentido de Keynes) puede conducir a una variación en el valor del capital existente que puede más que compensar los beneficios monetarios. Tendremos ocasión de tratar esta materia con más detalle cuando nos ocupemos de la explicación que da Keynes al ciclo económico, pero antes de que podamos hacerlo tendremos que analizar con más atención su concepto de *inversión*.

A estas alturas debería resultar muy claro que incluso si su concepto de inversión no se refiere —como hemos supuesto— a variaciones en el valor de los bienes de capital existentes, sino a variaciones en la existencia física de esos bienes, y no hay duda de que en muchos pasajes del libro lo utiliza en ese sentido, esto ya no sirve para remediar las deficiencias de su análisis. Tampoco hay duda alguna de que es precisamente la falta de un concepto claro de inversión —y de capital— lo que da lugar a esta insatisfactoria explicación de los beneficios.

Hay otras peculiaridades que resultan bastante perniciosas en su concepto de «beneficios» y que debemos señalar en este momento. La derivación de los beneficios de la diferencia entre los ingresos de la producción agregada y el gasto en los factores de la producción implica la existencia de alguna clase de tasa normal

* La expresión inglesa «profits», que Keynes utiliza en el *Treatise on Money* y a la que se refiere Hayek aquí, es una expresión abreviada, elegida por el autor, de «wind-fall profits», que cabe traducir por «beneficios agregados inesperados», aunque a lo largo del texto y hecha esta advertencia traduciremos simplemente por «beneficios» o «beneficios agregados». Véase la traducción española de este libro, cit., p. 125 [N. del T.].

de remuneración del capital invertido que es más estable que los «beneficios». El señor Keynes no afirma esto de una manera explícita, pero incluye la remuneración del capital invertido en su amplio concepto de «tipo monetario de retribución de eficiencia de los factores de la producción», un concepto general sobre el que tendremos algo que añadir más adelante. Pero aunque fuera verdad, como probablemente lo sea, que la tasa de remuneración de los factores originales de producción es relativamente más rígida que los «beneficios», no lo es en lo que se refiere a la remuneración del capital invertido. El señor Keynes llega a esta conclusión como consecuencia de la separación artificial que hace entre la función de los empresarios como propietarios del capital y su función como empresarios en sentido estricto. Es más, *cualquier nueva oportunidad de hacer beneficios empresariales es idéntica a un cambio en las oportunidades de invertir capital y se reflejará siempre en las tasas de retribución del capital invertido y en su valor* (por razones parecidas, me resulta imposible considerar los beneficios empresariales como algo fundamentalmente diferente, por ejemplo, de las ganancias extraordinarias que consigue un trabajador que se traslada allí donde escasea su trabajo, de forma que durante algún tiempo obtiene unos salarios más elevados que la tasa normal).

Ahora bien, esa separación artificial entre los beneficios de los empresarios y las remuneraciones del capital existente tiene consecuencias muy serias para el análisis posterior de la inversión. Esto no conduce a una explicación del precio de demanda que ofrecen los empresarios por el capital nuevo, sino exclusivamente a una explicación de las variaciones en su demanda agregada para los «factores de la producción» en general. Pero un análisis de la inversión debería incluir, con toda seguridad, una explicación de las causas que la hacen más o menos atractiva. *No obstante, esta explicación solo cabe lograrla mediante un análisis atento de los factores que determinan los precios relativos de los bienes de capital en cada una de las sucesivas fases del proceso de producción*, puesto que las diferencias entre estos precios son el único origen del interés. Pero esto resulta excluido de entrada si el objetivo de la investigación, como hace el señor Keynes, son solo los beneficios *totales*. Los agregados del señor Keynes de hecho nos están ocultando los mecanismos más fundamentales del cambio.

IV

Paso ahora a examinar el tema central y más oscuro del libro, la descripción y explicación que hace del proceso de inversión. Me parece que una de las dificultades principales que surgen en este punto deriva del especial método de análisis adoptado por el señor Keynes, quien desde el principio estudia la compleja dinámica del proceso sin establecer con claridad las bases necesarias para hacer un análisis estático adecuado del proceso fundamental. No solo fracasa a la hora de precisar las condiciones que tienen que darse para asegurar la continuidad de la organización capitalista de la producción (es decir, los métodos de producción más o menos intensivos en el uso de capital) que existen en cada momento, analizando cómo se llega a asegurar el equilibrio entre la depreciación y la renovación del capital existente, sino que da por resuelta la cuestión del mantenimiento del capital (cuestión esta que no es tan sencilla como parece, pues exige mantener una relación adecuada entre los precios de los bienes de consumo y los de los bienes de capital que haga rentable el mantenimiento del capital intacto). Sencillamente no hace nada por explicar las condiciones de equilibrio para un volumen de ahorro dado, ni los efectos que tiene una variación del ahorro. Solo cuando el dinero entra en escena como un factor de perturbación para hacer que la producción de bienes de inversión difiera del volumen de ahorro es cuando esto empieza a interesarle.

Todo esto no tendría importancia si su análisis de este complicado asunto estuviera basado en una *teoría del capital y el ahorro* desarrollada en algún otro lugar, ya sea por él mismo o por algún otro. Evidentemente, no es así, pero es que además hace mucho más difícil todo este asunto debido a una peculiaridad de su análisis que consiste en separar por completo el proceso de amortización del capital existente y la inversión en capital nuevo, y tratando el primero como si formara parte de la producción corriente de bienes de consumo en contra del hecho evidente de que la producción de bienes, ya se destinen a la reposición del capital existente o a su incremento, tiene que estar determinada por el mismo conjunto de circunstancias. Los nuevos ahorros y las nuevas inversiones son tratados como si fueran algo completamente

diferente de la reinversión de las cuotas de amortización del capital, como si no fuera el mismo mercado aquel en el que se determinan los precios de los bienes de capital necesarios para la producción corriente de bienes de consumo y los de los nuevos bienes de capital. En lugar de una división «horizontal» entre bienes de capital (bienes de orden o fases de producción superiores) y bienes de consumo (bienes de orden o fases de producción inferiores) que podía haber aconsejado utilizar el hecho de que la producción tiene lugar en condiciones similares, el señor Keynes intenta una especie de división «vertical», al considerar aquella parte de la producción de bienes de capital que se precisan para mantener la producción corriente de bienes de consumo como una parte del proceso de producir bienes de consumo y tomando solo como producción de bienes de inversión a la producción de bienes de capital que se *añade* a la existencia de capital que tengamos. Pero este procedimiento, como veremos, le obliga a tener que hacer frente a serias dificultades a la hora de precisar qué es lo que se *añade* al capital existente, dificultades que no han sido resueltas con claridad. La cuestión que se presenta es la de si tenemos que considerar cualquier incremento de valor en la existencia de capital como una *adición neta*, caso en el que la adición podía tener lugar sin producir nuevas unidades de capital, o si, por el contrario, solo los incrementos que lleven aparejado el aumento de nuevas unidades reales de bienes de producción serían integrados en el concepto, un método de cálculo que resulta claramente imposible de llevar a cabo cuando los bienes de capital no son reemplazados por otros de la misma clase, debido a que la transición hacia métodos de producción más capitalistas da lugar a que se produzcan otros bienes de producción distintos de los utilizados hasta entonces.

Este continuo intento de aclarar las dificultades especiales sin antes procurar establecer bases sólidas en forma de una explicación suficiente de las relaciones de equilibrio más sencillas se pone de manifiesto cuando el señor Keynes, al final de su investigación, trata de integrar su propio sistema en el de ideas de Wicksell. En el sistema de Wicksell son necesarios los adelantos más recientes que poseemos de la teoría del capital, que son los

debidos a Böhm-Bawerk.¹⁰ Es *a priori* bastante improbable que un intento de utilizar las conclusiones que se derivan de una cierta teoría pueda tener éxito sin aceptar esa misma teoría. Pero en el caso de un autor del calibre intelectual del señor Keynes el intento produce un resultado verdaderamente destacable.

El señor Keynes ignora completamente las bases teóricas generales de la teoría de Wicksell. Pero, a pesar de ello, parece darse cuenta de que esas bases son necesarias y de acuerdo con ello se pone a trabajar por su cuenta. Le parece que todo esto está fuera de lugar en un tratado sobre el dinero y en lugar de presentar su teoría del capital aquí, al comienzo de su exposición, considera más indicado relegarla al volumen II de su obra y pide disculpas por no introducirla en este momento.¹¹ Pero la característica más destacable de los capítulos 27 y 29, donde nos ofrece, al menos, una parte de los fundamentos teóricos necesarios, es su descubrimiento de ciertos elementos esenciales en la teoría del capital de Böhm-Bawerk, en especial lo que él llama (como ya tuvo lugar antes en muchas discusiones sobre esta teoría, de las que menciono solo el ejemplo anterior y más conocido que es la obra de Taussig *Wages and Capital*)¹² el «verdadero fondo

¹⁰ [Para más referencias sobre Wicksell véase en este volumen, cap. I, nota 4. Keynes menciona a Wicksell en varios pasajes de su *Treatise* (por ej., pp. 139, 167, 176-178 [pp. 148, 171, 174 y 179]) pero la referencia es siempre al libro de Wicksell de 1898, que fue traducido al inglés por un discípulo de Keynes, Richard F. Kahn, con el título *Interest and Prices*, cit. En su primer trabajo, *Über Wert, Kapital und Rente* [1893], traducido al inglés con el título *Value, Capital and Rent* (Londres: Allen & Unwin, 1954), Wicksell proponía una síntesis de la teoría del equilibrio económico general de Walras y la teoría del capital de Böhm-Bawerk, síntesis que completó en los dos volúmenes de su *Vorlesungen über Nationalökonomie* [1901, 1906], traducido al inglés bajo el título *Lectures on Political Economy*, cit. Es interesante resaltar que Keynes hizo una crítica entusiasta de la traducción inglesa de esta obra a comienzos de los años treinta. Véase su carta en *Economic Articles and Correspondence: Investment and Editorial*, Donald Moggridge, Ed., vol. 12 (1983) de *The CollectEd. Writings of John Maynard Keynes*, cit., pp. 862-865. La observación de Hayek en esta sección es que el aparato analítico de *Interest and Prices* está basado en una teoría del capital que se encontraba en el libro primitivo de Wicksell, cuya referencia está ausente en el *Treatise* de Keynes. -Ed.]

¹¹ *Treatise* (1930), cit. vol. 2, p. 95. [*The CollectEd. Writings...*, vol. 6 p. 85].

¹² [Frank Taussig, *Wages and Capital* (Nueva York: D. Appleton, 1896; reimpre-sión, Nueva York: Kelley, 1968). Para más referencias a Taussig véase en este mismo volumen capítulo I, nota 4. -Ed.]

de salarios»¹³ y la fórmula primitiva¹⁴ de Böhm-Bawerk que relaciona el periodo medio del proceso indirecto de producción y la cuantía del capital.¹⁵ ¿No habría sido más sencilla la tarea del señor Keynes si hubiera aceptado las teorías que derivan de la de Böhm-Bawerk y al mismo tiempo hubiera estado más familiarizado con la esencia de este tipo de teorías?

V

Vamos a ocuparnos ahora con más detalle del análisis que hace Keynes del proceso de inversión. La parte más difícil de esta tarea es saber lo que quiere dar a entender con la palabra *inversión* y no es casual que la inconsistencia terminológica a la que ya he aludido antes se presente aquí, en el tema de la inversión, con una especial fuerza. Tengo, pues, que hacer referencia aquí a algunas de las dificultades con las que tropezará cualquiera que estudie con seriedad el libro del señor Keynes.

Quizás la exposición más clara de lo que Keynes entiende por inversión se encuentre en el pasaje en que la define como «aquel acto del empresario cuya función es determinar qué parte de la producción no estará disponible para ser consumida», y suele consistir en un «acto positivo de iniciar o continuar un determinado proceso productivo o mantener ciertos bienes líquidos, y se suele medir por el incremento neto de la riqueza, ya sea en forma de capital fijo, circulante o líquido.»¹⁶ Tal vez es desorientador

¹³ *Treatise* (1930), cit., vol. 2, pp. 127-129. [*The CollectEd. Writings...*, vol. 6, pp. 114-115. -Ed.]

¹⁴ *Ibíd.*, vol. 1, p. 308. [*The CollectEd. Writings...*, vol. 6, pp. 276-277. -Ed.]

¹⁵ De acuerdo con Böhm-Bawerk (*Positive Theory*, 3.^a Edición, p. 535, traducción inglesa p. 328), si x es la longitud total del proceso de producción y si los factores originales de la producción se aplican a una tasa constante, la existencia de capital tiene que ser igual $(x+1)/2$ veces el volumen de bienes consumidos durante el periodo. Keynes llama $2r-1$ a la magnitud que Böhm-Bawerk llamó x , y como $[2r-1+1]/2 = r$, llega a la conclusión de que el capital circulante (al que por razones inexplicables limita su fórmula) es r veces las remuneraciones por unidad de tiempo [Hayek se refiere a la *Positive Theory of Capital* de Böhm-Bawerk, cit., p. 318. -Ed.]

¹⁶ *Treatise* (1930), cit., vol. 1 p. 182 [*The CollectEd. Writings...*, vol. 5, p. 155. -Ed.] [p. 161].

el utilizar el término inversión tanto para el acto de tomar la decisión como para el resultado de esta, y podía haber sido más apropiado utilizar para el primero el término «invertir». Pero esto no tendría demasiada importancia si el señor Keynes se limitara a utilizar estos dos sentidos, pues no sería difícil mantenerlos separados. Pero aunque la expresión «incremento neto de la riqueza», del pasaje citado antes, indica claramente que inversión significa aumento de valor del capital existente, ya que la riqueza solo puede medirse en términos de valor, un poco antes, cuando el término «valor de la inversión» aparece por primera vez,¹⁷ se le define expresamente diciendo que significa «no el incremento del valor del capital total, sino el valor del incremento del capital en un periodo». Ahora bien, si no suponemos en todo caso que el capital existente está integrado siempre por bienes de la misma clase, de forma que se le pueda medir como a una magnitud física, es difícil hacer esto, pues resulta imposible imaginar cómo se puede determinar el aumento de capital de otra forma que no sea la de medir el aumento de valor del total. Pero incluso para poner las cosas más difíciles, al lado de estas dos definiciones de la *inversión* como aumento del valor del capital existente y como valor del incremento, cuatro páginas después del pasaje que hemos citado, define el, «Valor de la Inversión» (¿es la V mayúscula o «la» de la Inversión lo que explica la distinta definición?), no como un incremento sino como el «valor agregado del Capital Real y el Capital de Préstamo» y lo contrasta con el aumento de la inversión que define ahora como «el incremento neto de serie de partidas que pertenecen a las distintas categorías que integran el capital agregado real y de préstamo» al tiempo que el «valor del incremento de la inversión» es ahora «la suma de los valores de las partidas adicionales».¹⁸

Todas estas oscuridades no son asunto de importancia menor, pues son ellas las que le hacen fracasar a la hora de abordar todo el importante problema de las variaciones en el valor del capital existente, y este fallo, como ya hemos visto, es la causa principal del insatisfactorio tratamiento que hace del beneficio. Y en parte

¹⁷ Ibid., vol. 1, p. 126 [Ibid., vol. 5, p. 114. -Ed.] [p. 125].

¹⁸ [Ibid., vol. 5, p. 117. -Ed.] [p. 128].

también estas oscuridades son las responsables de las deficiencias que tiene su concepto de capital. He tratado con gran esfuerzo de descubrir qué es lo que el señor Keynes nos quiere dar a entender utilizando el término «inversión» a base de examinar los distintos usos del mismo, pero todo ha sido en vano. Cabía esperar que actuando por exclusión, y partiendo de su definición de «producción corriente de bienes de consumo», obtendríamos un concepto más claro, porque, como veremos después, el volumen de la inversión mantiene una relación definida con la producción corriente de bienes de consumo, de manera que el coste agregado de ambas es igual a la renta monetaria de la comunidad. Pero aquí las oscuridades que obstruyen el camino son todavía mayores que en otras partes. Mientras en la página 135,¹⁹ el coste de la producción corriente de bienes de consumo se define como el total de las remuneraciones de los factores *menos* la parte que se ha empleado en remunerar la producción de bienes de inversión (que unas páginas antes²⁰ se ha definido como la producción no disponible más la acumulación de existencias), en la página 130 la «producción de bienes de consumo del periodo» se define como «la corriente de producción disponible más el aumento de capital circulante que emergerá como producto disponible», incluyendo así parte de lo que en el pasaje anterior se ha considerado como bienes de inversión, como parte no disponible de la producción. Y solo unas páginas antes²¹ nos habla de la «corriente de bienes de consumo» como parte de la producción disponible, mientras que en la misma página «la producción no disponible se compone (a) del flujo excedente que representa el aumento de los bienes semiterminados en proceso de fabricación sobre los bienes terminados (ya sean fijos o líquidos) y que surgen del proceso productivo, y (b) el flujo excedente de bienes de capital fijo que surgen del proceso productivo sobre la depreciación del capital fijo antiguo más el incremento del capital préstamo». Creo que no soy yo solo el que se siente perdido y sin esperanza en esta jungla de definiciones diferentes.

¹⁹ [Ibíd., vol. 5, p. 121. -Ed.] [p. 132].

²⁰ Ibíd., vol. 1, p. 130. [Ibíd., vol. 5, p. 118. -Ed.] [p. 129].

²¹ Ibíd., vol. 1, p. 127. [Ibíd., vol. 5, p. 115. -Ed.] [p. 126].

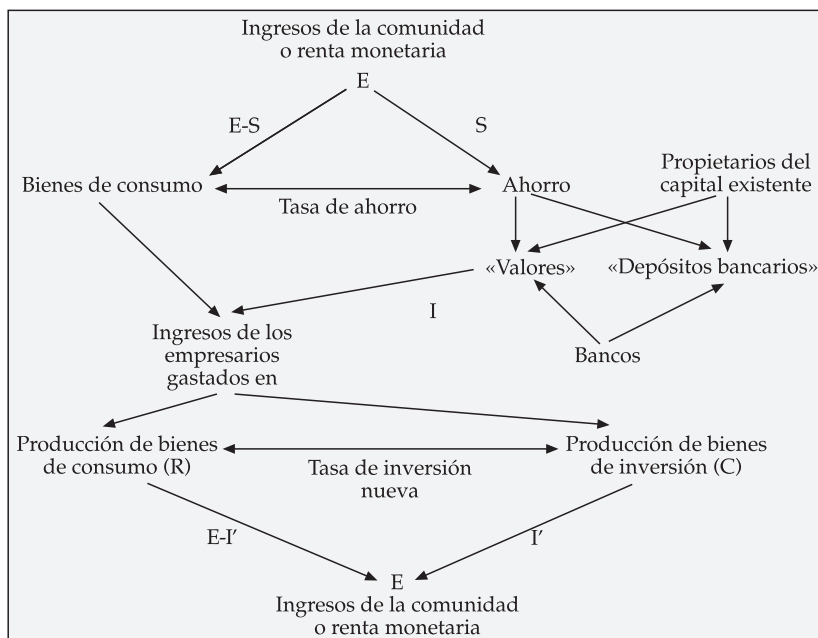
VI

En las secciones anteriores hemos tratado de familiarizarnos con los conceptos fundamentales que utiliza Keynes como herramientas de su análisis del proceso de circulación del dinero. Ahora tenemos que volver a su descripción del proceso mismo. El esqueleto de su exposición viene dado en muy pocas páginas²² mediante una serie de ecuaciones puramente algebraicas que no solo son muy difíciles sino que solo pueden entenderse correctamente en conexión con todo lo que integra el conjunto del Libro 3. En el Esquema 1 he tratado de ofrecer un cuadro sinóptico del proceso que Keynes dibuja y que espero sirva para dar una imagen adecuada de los elementos esenciales de su exposición.

La letra E arriba y abajo del diagrama representa (de acuerdo con la definición que abre el Libro 3) las remuneraciones totales de los factores de la producción, que se consideran idénticamente iguales a: (a) la renta monetaria de la comunidad (que comprende todos los salarios en el sentido más amplio de este término), la remuneración normal de los empresarios, los intereses del capital, las ganancias ordinarias del monopolio, las rentas y cosas parecidas, y (b) el «coste de la producción». Aunque la definición no lo dice expresamente así, la utilización que hace el señor Keynes del símbolo E demuestra claramente que el «coste de producción» se refiere a la producción corriente. Pero aquí surge la primera dificultad. ¿Es necesariamente cierto que E, entendido como coste de la producción corriente, es lo mismo que E entendido como la obtenida en el periodo en el que esa producción accede al mercado y está disponible por tanto para ser comprada? Si tomamos la figura como un corte cruzado en un momento del tiempo, no hay duda de que la E arriba y abajo de nuestro diagrama, es decir la renta disponible para adquirir la producción y las retribuciones de los factores de la producción, serán idénticas, pero esto no prueba que el coste de la *producción corriente* sea necesariamente la misma cosa. Solo si consideramos que el diagrama

²² Ibid., vol. 1, pp. 135-140. [Ibid., vol. 5, pp. 121-126 26 [pp. 131-137]. Esta es la parte del *Treatise* donde se formulan las famosas «ecuaciones fundamentales» de Keynes. -Ed.]

ESQUEMA 1
 VERSIÓN DIAGRAMÁTICA DE LA TEORÍA
 DE LA CIRCULACIÓN DEL DINERO DE KEYNES²³



²³ Las fórmulas en las que se basa el diagrama son las siguientes:

- $R + C = O$ (volumen de la producción real corriente)
- $E/O = W_1$ (tasa de retribuciones de eficiencia o por unidad de producto) = W/e (tipo de retribuciones por unidad de esfuerzo humano dividido por el coeficiente de eficiencia)
- $Q1$ (Beneficio agregado de las industrias de bienes de consumo) = $(E-S) - (E-I') = I' - S$
- P (nivel general de precios de los bienes de consumo) = $E/O + (I' - S)/R = W_1 + (Q_1/R)$ (1)
- $Q2$ (Beneficio agregado de las industrias de bienes de inversión) = $I - I'$
- P' (Nivel general de precios de los bienes de inversión*) = $E/O + I - (I'/C) = W_1 + Q/C$
- Q (Beneficio de la producción total) = $E - S + I - E = I - S$
- II (Nivel general de precios de la producción total) = $E/O + (I - S)/R = W_1 + (Q/O)$ (2)

(Las fórmulas (1) y (2) son las «ecuaciones fundamentales» de Keynes.)

.../...

representa el proceso en el tiempo como una especie de sección longitudinal, y las dos E, la de arriba y la de abajo (es decir la renta monetaria corriente y las retribuciones de los factores de la producción obtenidas al llevar a cabo la producción corriente) todavía fueran iguales, se podría admitir que realmente se da el supuesto formulado por Keynes. Pero esto solo puede ser verdad en un estado estacionario y Keynes ha construido su fórmula precisamente para analizar lo que sucede en una sociedad dinámica. Y en una sociedad dinámica este supuesto no se aplica.

Pero cualesquiera que sean las relaciones entre las rentas o remuneraciones y el coste de la producción corriente, no hay duda de que Keynes está en lo cierto cuando destaca la importancia del hecho de que la corriente de retribuciones que integran la renta monetaria admite una doble división: (1) la que ha sido *ganada* en la producción de bienes de consumo y bienes de inversión y (2) la que se *gasta* en bienes de consumo y la que se ahorra,²⁴ y que estas dos divisiones no tiene que guardar la misma proporción, siendo muy importantes las consecuencias que se siguen de la divergencia entre ellas.

Está claro que todos aquellos que perciben rentas tienen que llevar a cabo una elección. Pueden gastarlas en adquirir bienes de consumo o abstenerse de hacerlo. En la terminología del señor Keynes, esta última operación constituye un ahorro. En la medida en que ahorran, en este sentido, tienen además que hacer otra elección más entre lo que podríamos llamar «atesorar» o «invertir», o, como hace Keynes (porque ha utilizado estos términos más familiares para referirse a otros conceptos), tienen que elegir entre «depósitos bancarios» o «valores».²⁵ En la medida en que el

No obstante, en general hay una falta de método en la elección de los símbolos por parte de Keynes que hace muy difícil seguir su álgebra. En especial, el lector puede observar que mientras los beneficios agregados de las industrias de bienes de consumo, de inversión y de la producción total se designan con las letras Q_1 , Q_2 y Q , para los niveles generales de precios correspondientes se eligen P_1 , P' y I y I' para el nivel general de todos los precios. En el caso de la inversión se eligen I e I' para distinguir el valor de la inversión de su coste.

* Esta fórmula no la da Keynes.

²⁴ *Treatise* (1930), cit., p. 134. [*Op. cit.*, vol. 5, p. 121. -Ed.] [p. 132].

²⁵ *Ibid.*, vol. 1, p. 141. [*Ibid.*, vol. 5, p. 127. -Ed.] [p. 137]. Algunos lectores pueden encontrar confuso que el señor Keynes utilice los términos «depósitos bancarios» y

ahorro monetario se convierte en «capital de préstamo o real»; es decir, se presta a los empresarios o se utiliza para comprar bienes de inversión, estamos ante lo que Keynes ha querido designar con la expresión «valores», por oposición a la expresión «depósitos bancarios», que es la utilizada para designar la elección de mantener el dinero en esa forma. Sin embargo, esta elección no está abierta solo a las personas que llevan a cabo el ahorro corriente, sino a todas las que ahorraron antes, es decir a todos los propietarios de la existencia total de capital. Pero hay más. Hay un tercer factor más importante que puede afectar a la relación entre lo que se ahorra corrientemente y lo que llega a estar disponible de ordinario corrientemente con fines de inversión: *los bancos*. Si la demanda de depósitos bancarios por parte del público aumenta, ya sea porque quienes ahorran invierten solo una parte de las cantidades ahorradas o porque los propietarios del capital existente tratan de transformar sus «valores» en «depósitos bancarios», los bancos pueden crear depósitos adicionales y utilizarlos para adquirir los «valores» que el público ya no desea mantener, generando así una diferencia entre el ahorro corriente y la compra de valores. Naturalmente, el sistema bancario también puede crear depósitos en mayor o menor medida que la que sería necesaria con este objeto y de esta forma sería por sí mismo uno de los tres factores que dan lugar a una divergencia entre los ahorros y las inversiones en «valores».

Por otra parte, los empresarios recibirán dinero de dos fuentes: de la venta de la producción de bienes de consumo o de la «venta» de «valores» (es decir de la inversión en su sentido ordinario). Esta última operación puede tomar la forma de venta de bienes de inversión que se han producido o de la colocación de

«depósitos de ahorro» indistintamente en este contexto sin explicar por qué unas líneas después, habiendo introducido el término «depósitos bancarios» en su sentido técnico especial, lo sustituye por «depósitos de ahorro» (o depósitos a plazo). Cuando se definen los depósitos de ahorro (*Treatise* [1930] vol. 1, p. 36 [*The Collected Writings...*, vol. 5, p. 31. -Ed.] [p. 31]) como depósitos bancarios «mantenidos no para hacer pagos sino como una forma de emplear los ahorros; es decir, como una inversión», esa sustitución es coherente con la definición, aunque ciertamente es molesto el empleo de los ahorros «como una inversión» en este sentido para contrastarlo con otros posibles usos del ahorro para adquirir «valores» que también es una inversión, pero en otro sentido especial.

empréstitos con el propósito de producir nuevos bienes de inversión o mantener los antiguos. Yo entiendo —pero no estoy seguro de si el señor Keynes trata realmente de transmitir esta impresión— que el total de lo recibido de estas dos fuentes será igual al valor de la nueva inversión, pero en este caso sería idéntico a la suma de los «valores» y no habría razón para introducir esta última expresión. No obstante, si yo estuviera equivocado en este punto, el símbolo I (que sirve para designar el valor de las nuevas inversiones) no correspondería al lugar en el que lo he insertado en el diagrama anterior.

Con respecto a esa cantidad total de dinero que está a disposición de los empresarios, estos tienen que hacer una elección adicional y —en ello lleva razón Keynes— en cierta medida independiente: tienen que decidir qué parte utilizarán en la producción de bienes de consumo y qué parte destinarán a la producción de bienes de inversión nuevos. Pero en modo alguno se trata de una decisión arbitraria y la forma en que esta decisión viene afectada por las variaciones en las dos variables mencionadas antes, los cambios en los conocimientos teóricos y la demanda relativa de los distintos bienes de consumo (que requerirán métodos de producción más o menos intensivos en capital) es un tema de la máxima importancia que solo puede afrontarse sobre la base de una teoría completa del capital. Y es aquí precisamente donde se dejan sentir la ausencia de una base teórica firme y las oscuridades de su concepto de «inversión» a las que nos referimos antes. Es aquí donde, a pesar del gran esfuerzo desplegado por el señor Keynes para discutir este problema central, estas deficiencias se hacen sentir con más fuerza.

En su conjunto, la idea de que se puede trazar, como hace él, una clara línea de separación entre la producción de bienes de inversión y la producción de bienes de consumo es errónea. *La alternativa no se establece entre producir bienes de consumo o bienes de inversión, sino entre producir bienes de inversión que posibilitarán la obtención de bienes de consumo en una fecha más próxima o más lejana en el futuro.* El proceso de inversión no consiste en producir a la vez lo que se necesita para continuar la producción de bienes de consumo con los métodos de producción de siempre y los nuevos bienes de inversión, sino de producir *otra* maquinaria con

el mismo propósito pero con una mayor eficiencia que venga a sustituir a la utilizada hasta ahora (menos eficiente) en la producción de bienes de consumo. Y cuando los empresarios deciden incrementar su «inversión», esto no significa necesariamente que en ese momento un número superior de factores originales de la producción van a ser empleados en la producción de bienes de inversión, sino solamente que los nuevos procesos que se inician, a causa de su mayor duración y durante algún tiempo después, tendrán como resultado hacer que una proporción menor de la producción sea la que «esté disponible». Esto tampoco quiere decir que, por norma, aquella parte de la suma total gastada en los factores de la producción que no constituye nueva inversión, sino exclusivamente la reproducción del capital utilizado en la producción corriente de bienes de consumo, llegará a estar disponible después del tiempo habitual.

VII

Pero además de todas estas oscuridades, que son la consecuencia de la ambigüedad del concepto de *inversión* utilizado por Keynes y que naturalmente empañan la aparente claridad de sus fórmulas matemáticas, hay una dificultad adicional introducida por estas fórmulas. Para poder dar una explicación de las variaciones en el nivel de los precios (o, mejor dicho, en los distintos niveles de precios) se necesita, además de sus símbolos de sumas de dinero o valores monetarios, otros que hagan referencia a las magnitudes reales en las que se gasta el dinero. Para lograr esto, elige las unidades representativas de cantidades de bienes de tal manera que «cada unidad tenga el mismo coste de producción en la fecha que sirva de base» y llama O a la producción total de bienes expresada en esas unidades y por unidad de tiempo, R al volumen de bienes y servicios de consumo líquidos que afluyen al mercado y son adquiridos por los consumidores, y C al incremento neto de la inversión de manera que se cumpla $O = R + C$.²⁶ Estas

²⁶ *Ibid.*, 1, p. 35. [*Ibid.*, vol. 5, p.122. -Ed.] [p. 132].

indicaciones, que es todo lo que se dice para explicar tan importantes magnitudes, suscitan numerosas dudas. Sea cual fuere el significado de la expresión «coste de producción» empleada en la primera de esas definiciones (supongo que significa coste monetario, en cuyo caso R sería idéntico a $E - I'$ y al mismo tiempo C sería idéntico a I' en la fecha base), *el hecho de que estas unidades estén basadas en la relación existente en un momento del tiempo que se ha elegido arbitrariamente las hace absolutamente inapropiadas para explicar cualquier clase de proceso dinámico*. No puede haber duda alguna de que cualquier variación de la proporción que existe entre lo que Keynes llama producción de bienes de consumo y producción de bienes de inversión estará relacionada con las variaciones en las cantidades de bienes de ambas clases que cabe producir con el gasto de una cantidad determinada de costes. *Pero si, como consecuencia de semejante variación, los costes relativos de los bienes de consumo y los bienes de inversión varían, esto quiere decir que la medida en unidades que son producidas a un coste igual en alguna fecha tomada como base es una medida de acuerdo con un criterio totalmente irrelevante*. No tendría sentido considerar como equivalentes un cierto número de botellas y la máquina automática que las produce por el hecho de que el coste de producir una sea igual al de la otra, antes de que la caída del tipo de interés haga rentable la utilización de esta clase de máquina. Pero esto es exactamente lo que el señor Keynes se vería obligado a hacer si se ciñe exclusivamente a sus definiciones. Por supuesto que él no lo hace, como se pone de manifiesto cuando trata $(E/O)R$ como idéntico a $E - I'$ y $(E/O)C$ como idéntico a I' a lo largo de todo el periodo de variación, cosa que solo sería cierta si sus unidades reales no estuvieran determinadas por una igualdad de costes monetarios en una fecha elegida como base (los costes monetarios sin una base fija no nos dan medida alguna de cantidades reales) ni por cualquier clase de coste en una fecha base, sino por alguna especie de variable «costo real». Esto probablemente es lo que el señor Keynes tiene constantemente *in mente*, aunque no lo diga nunca así. Por mi parte, no alcanzo a comprender qué ayuda puede prestarle en su propósito.

Pero no es solo la división de O en sus componentes R y C lo que da origen a este tipo de dificultades. El mismo uso que hace

de O no está exento de problemas. Como veremos, hay un momento en el que E/O (es decir la renta monetaria total dividida por el volumen de producción) forma uno de los términos de sus dos ecuaciones fundamentales. Keynes llama a este término «tasa monetaria de retribuciones de eficiencia o por unidad de producto de los factores de la producción» o, de forma más abreviada, «tasa monetaria de retribuciones por unidad de producto o eficiencia». Ahora bien, permítaseme que recuerde al lector lo que significa E, que a un tiempo es lo mismo que: (1) la renta monetaria agregada de la comunidad, (2) las rentas agregadas de todos los factores de producción, y (3) el coste agregado de producción, en el que de una forma expresa está incluido el interés del capital y por tanto están incluidos todos los intereses ganados por los bienes de capital existentes.²⁷ Tengo que confesar que soy absolutamente incapaz de encontrar qué significado, de alguna utilidad, tiene el concepto «tipo monetario de retribuciones de eficiencia de los factores de la producción» si el capital está incluido entre estos factores y si, *por hipótesis*, se supone que la existencia de capital, y por tanto su productividad, varían. Si las unidades en las que se mide O son unidades de coste en algún sentido, está completamente claro que el interés no mantendrá la misma relación en el coste de producción de los bienes de capital que la remuneración de los demás factores de producción a su coste de producción. ¿Acaso subyace en la base del concepto algún intento de construir una especie de denominador común de coste real que incluya la «abstinencia»?

Keynes manifiesta cierta inclinación a identificar la retribución de los factores con los salarios. Cuando nos habla del tipo de contratos que prevalecen entre los empresarios y los factores de la producción distingue entre retribuciones por unidad de producto y retribuciones por unidad de esfuerzo (pero yo me pregunto

²⁷ En *ibid.*, vol. 1, p. 211. [*Ibid.*, vol. 5, p. 189. -Ed.] [p. 189] se dice expresamente, en relación a este problema especial, que «en este caso el interés es simplemente el tipo monetario de retribución de uno de los factores de la producción». Pero como E incluye el interés y el tipo monetario de retribución de los factores de la producción viene dado por E/O, esto tiene que ser verdad con carácter general y no solo en este contexto particular.

¿qué sentido puede tener esto respecto del capital?). Cuando habla de tasas de retribución por unidad de esfuerzo humano²⁸ refiriéndose a los salarios, el concepto de retribuciones de eficiencia ciertamente tiene algún sentido si se identifica, como hace en la página 166, con los salarios por pieza. Pero aunque supongamos que todos los contratos laborales lo fueran en base a salarios por pieza, no se deduciría de ello que mientras los contratos se mantuvieran, los salarios de eficiencia o por unidad de producto serían siempre E/O. Los tipos por pieza se refieren a un solo trabajador, o quizás a un grupo de trabajadores, y respecto a la producción inmediata, pero nunca respecto a la producción agregada. Si, a un tipo de salario por pieza para un trabajador individual invariante, la producción se eleva como resultado de una mejora de organización en el proceso de producción, E/O puede cambiar (puesto que O lo hace) sin cambio alguno en los tipos monetarios de retribuciones individuales. Un tipo de contrato en el que las retribuciones de los factores empleados en las fases superiores de la producción varía automáticamente cuando lo hace su contribución a la producción de las fases últimas no solo no existe sino que es inconcebible. Por tanto, no existe un *mercado* donde se determine el «tipo monetario de retribución de eficiencia o por unidad de producto de los factores de la producción» y no hay un conjunto de precios que se corresponda con este concepto. Lo que equivale a esto, como el propio Keynes sostiene en varios lugares,²⁹ no es otra cosa que un coste medio de producción de una unidad de producto elegida de una forma más o menos arbitraria (es decir, esa clase de unidades que tendrán «costes iguales en una fecha elegida como base») que cambiará con cada variación en el precio unitario de los factores de la producción (incluido el interés), así como con los cambios en la organización de la producción, y por consiguiente no exclusivamente con los precios medios unitarios de cada uno de los factores sino con sus precios relativos —variaciones que, por regla general, conducen a un cambio en los métodos de producción y, por consiguiente,

²⁸ *Ibid.*, vol. 1, pp. 135, 153, 166 ss. [*Ibid.*, pp. 122, 137-138, 149 ss. -Ed.] [pp. 133, 146, 147, 155 ss].

²⁹ *Ibid.*, vol. 1, p. 136. [*Ibid.*, vol. 5, p. 122. -Ed.] [p. 133].

en la cuantía producida por una cantidad determinada de factores. Llamar a esto «tipo monetario de retribución de eficiencia o por unidad de producto de los factores de la producción» y ocasionalmente «tasa de retribuciones» no puede tener otro efecto que transmitir la impresión errónea de que esta magnitud está determinada en los contratos existentes con los factores de la producción.

VIII

La descripción que hace Keynes del proceso de circulación del dinero presenta tres puntos en los que se puede iniciar una variación espontánea o autónoma: (1) puede variar el ahorro; es decir, la parte de la renta monetaria que no se gasta en bienes de consumo; (2) puede variar la inversión; es decir, la parte de los factores de la producción que los empresarios dedican a la producción de nuevos bienes de inversión y a la producción de bienes de consumo; (3) los bancos pueden entregar a los inversores más o menos dinero que la parte del ahorro que no se invierte de forma directa (y aquella parte del capital existente que se detrae de la inversión) y se convierte en «depósitos bancarios» de forma tal que el dinero que se dirige a los empresarios puede estar por encima o por debajo de los ahorros totales.

Si varía el ahorro sin que lo haga ninguna otra de las dos magnitudes referidas en (2) y (3) y consideramos que la posición existente previamente es de equilibrio, el efecto será que los productores de bienes de consumo recibirán una cantidad superior o inferior a la gastada en su producción. Cuando $E-S$ es superior o inferior a $E-I'$, entonces esa diferencia $(E-S) - (E-I') = I'-S$ (es decir, la diferencia entre el coste de la inversión y el ahorro) nos mide el beneficio o la pérdida agregada de los empresarios que fabrican y venden bienes de consumo, y esto les impulsará a aumentar o disminuir el volumen de producción. Siempre que (3) permanezca en posición de equilibrio; es decir, siempre que los bancos proporcionen a los empresarios exactamente la suma ahorrada que no se invierte directamente, el efecto sobre la producción de bienes de inversión de un cambio autónomo será exactamente el inverso

del que se produzca sobre la producción de bienes de consumo. Es decir, los beneficios o pérdidas en las industrias de bienes de consumo vendrán compensados exactamente por las pérdidas o beneficios en las industrias de bienes de inversión. Por consiguiente, una variación de la tasa de ahorro (1) nunca aumentará los beneficios agregados totales, sino solo los beneficios parciales que se equilibrarán con pérdidas parciales también y conducirán solamente a desplazamientos de las industrias de bienes de consumo a las de bienes de inversión o viceversa. Y estos desplazamientos continuarán hasta que esos beneficios agregados (positivos o negativos) desaparezcan en las dos.

Resulta fácil comprobar que los efectos de las variaciones en la inversión (2) que no están acompañados de cambios en (1) o (3) tienen exactamente la misma naturaleza que las variaciones en el ahorro (1). Los beneficios de una parte y las pérdidas de la otra pondrán de manifiesto muy pronto que la desviación en la posición de equilibrio existente antes, sin una variación correspondiente en la tasa de ahorro (1), no será rentable y conducirá al restablecimiento de la proporción anterior entre la producción de bienes de consumo y la producción de bienes de inversión.

Solo un cambio en el volumen de crédito (3) conducirá a una variación de los beneficios agregados (que se refleja también en la fórmula dada para estos beneficios $Q = (I-S)$). Ahora bien, las causas por las que la inversión I puede diferir del ahorro son de naturaleza muy compleja y son analizadas por Keynes con gran minuciosidad. Tendremos que discutir su análisis de este problema cuando nos ocupemos de su teoría acerca del tipo de interés bancario. Para el objetivo que perseguimos aquí puede ser apropiado dar por sentada la posibilidad de una divergencia de esa naturaleza y mencionar solo que el hecho de que se invierta más (o menos) dinero del que es ahorrado equivale a añadir (o retirar) dinero de la circulación industrial; por lo tanto, los beneficios agregados, es decir, la diferencia entre los ingresos y los gastos de los empresarios en su conjunto, que es el elemento esencial del segundo término de las ecuaciones fundamentales, será igual al aumento (o disminución) neto de dinero de la circulación efectiva. De acuerdo con Keynes, encontramos así el mecanismo en virtud del cual los factores monetarios provocan el cambio de nivel

de precios, y precisamente la ventaja principal de sus ecuaciones fundamentales es que aíslan ese factor.

IX

El objetivo de las ecuaciones fundamentales es «mostrar el proceso causal por el que se determina el nivel de precios y la transición de una posición de equilibrio a otra».³⁰ Lo que nos dicen esencialmente esas ecuaciones fundamentales es que el poder de compra del dinero (o el nivel general de los precios) se desviará de su posición de equilibrio, es decir, del coste medio por unidad de producción, solo si el coste de la inversión I' o la inversión I (cuando lo que está implicado es el nivel general de los precios y no el poder adquisitivo del dinero o nivel de precios de los bienes de consumo) es diferente del ahorro S . El lector de la obra tiene que tener siempre esto en cuenta para no dejarse desorientar por afirmaciones ocasionales que dan la impresión de que esto se aplica a cualquier cambio del nivel de precios y no solo a las variaciones respecto al coste de producción³¹ o «posición de equilibrio» que viene determinada de una forma definitiva por los contratos existentes con los factores de la producción³² y no simplemente el coste de producción o, lo que es lo mismo, el «tipo monetario de retribución de el «tipo monetario de retribución de eficiencia de los factores de producción».

La explicación más breve del significado de las ecuaciones fundamentales la encuentro en el siguiente pasaje:³³

³⁰ *Ibid.*, vol. 1, p. 135. [*Ibid.*, vol. 5, p. 120. -Ed.] [p. 131].

³¹ Véase, por ejemplo, *ibid.*, vol. 1, p. 158. [*Ibid.*, vol. 5, p. 142 -Ed.] [p. 150], en que Keynes habla simplemente de la «condición para la estabilidad del poder de compra» donde evidentemente no quiere decir estabilidad absoluta, sino coincidencia permanente con el «nivel de equilibrio».

³² Véase, por ejemplo, *ibid.*, vol. 1, p. 138. [*Ibid.*, vol. 5, pp. 124-125. -Ed.] [p. 135], donde se dice que «estas ecuaciones nos dicen que el precio de los bienes de consumo es igual a la tasa de retribuciones de los factores de producción por unidad de producto *más* la tasa de beneficios por unidad de producto en el sector de bienes de consumo y lo mismo para la producción agregada o total.

³³ *Ibid.*, vol. 1, pp. 152-153. [*Ibid.*, vol. 5, pp. 137-138. -Ed.] [pp. 146-147].

Por tanto, el equilibrio a largo plazo del poder de compra del dinero viene dado por la tasa monetaria de retribuciones por unidad de producto o eficiencia de los factores de la producción, aunque, a corto plazo, el poder real de compra oscilará por debajo o por encima de ese nivel de equilibrio, según que el coste de la nueva inversión sea mayor o menor que el volumen total de ahorro... El objeto principal de este tratado es demostrar que aquí reside la clave de cómo tienen lugar las fluctuaciones del nivel de los precios, ya se deban a oscilaciones alrededor de una misma posición de equilibrio estable o al pasar de un equilibrio a otro... De acuerdo con esto, cuando el sistema bancario permite que la inversión exceda al ahorro o viceversa, el nivel de precios (suponiendo que no hay una variación autónoma en el nivel de retribuciones de los factores) tenderá a subir o bajar. No obstante, si los contratos que predominan entre los empresarios y los factores de la producción lo son en términos de retribuciones por unidad de esfuerzo (W) y no en términos de retribuciones por unidad de producto (W_1) —aunque probablemente se situarán en algún punto intermedio entre las dos variedades—, entonces lo que tendería a subir o bajar sería $(I/e)P$, donde igual que antes el coeficiente de eficiencia es e .

Esto dice claramente que no todas las variaciones en el nivel de precios tienen necesariamente su origen en una divergencia entre el coste de la inversión I' (o la inversión I) y el ahorro S , sino solamente las debidas a una causa concreta; es decir, las variaciones en la cantidad de dinero en circulación que la ecuación fundamental aísla en su segundo término. Pero la peculiar sustitución de la confusa expresión «tipo monetario de retribuciones de eficiencia o por unidad de producto de los factores de la producción» por la de coste monetario de la producción simplemente parece haber equivocado al mismo Keynes en algunos lugares. Yo no puedo ver cuál es la razón por la que, como se indica en el pasaje citado antes y elaborado *in extenso* en la sección última,³⁴ cuando el segundo término de la ecuación está en equilibrio, es decir, es igual a cero, los movimientos del nivel de los precios tendrían que depender, por completo, del tipo de contrato que prevalece

³⁴ *Ibid.*, vol. 1, pp. 166-170. [*Ibid.*, vol. 5, pp. 149-153. -Ed.] [pp. 155-159].

con los factores de la producción. Mientras la suma de dinero en circulación, o más exactamente la renta monetaria *E*, no varíe, las fluctuaciones en el nivel de precios en modo alguno vendrá determinada por los contratos existentes, sino exclusivamente por la cuantía de los factores de la producción disponibles y por los cambios de su eficiencia; es decir, por los factores que afectan a la producción total. Todo el razonamiento de Keynes, en este punto, parece estar basado en el supuesto de que los contratos existentes los modificarán los empresarios, que actuarían inducidos exclusivamente por la presión que ejercen en ellos los beneficios agregados positivos (o negativos) *originados por el cambio en el segundo término de la ecuación*. Pero a mí me parece, por el contrario, que si se produce una variación en el coeficiente de eficiencia (o en la cantidad de los factores disponibles), los contratos existentes tendrán que variar, a no ser que cambie el segundo término. *Entiendo que la diferencia radica en que el señor Keynes cree que es posible adaptar la cantidad de dinero en circulación a lo que resulta necesario para el mantenimiento de los contratos existentes sin distorsionar el equilibrio entre el ahorro y la inversión*. Pero con la organización monetaria existente, donde todas las variaciones en la cantidad de dinero en circulación se producen a base de prestar a los empresarios más o menos dinero que el que se ahorra, cualquier cambio en la circulación *tiene* que venir acompañado de una divergencia entre lo que se invierte y lo que se ahorra.

No puedo entender por qué razón «si estas variaciones espontáneas en las retribuciones de los factores requieren una oferta monetaria que es incompatible con las ideas o las limitaciones que afectan a las autoridades monetarias, entonces estas se verán obligadas a reconducir la situación mediante acciones que implican distorsionar el equilibrio entre la inversión y el ahorro, induciendo a los empresarios a que modifiquen las condiciones de su oferta a los factores de la producción y contrarrestando así las variaciones espontáneas que han tenido lugar en las retribuciones de los factores».³⁵ Creo, por el contrario, que si la autoridad monetaria deseara adaptar la oferta monetaria a las exigencias

³⁵ *Ibid.*, vol. 1, p. 167. [*Ibid.*, vol. 5, p. 150. -Ed.] [p. 156].

cambiantes, solo podría hacerlo distorsionando el equilibrio entre lo que se ahorra y lo que se invierte. Pero el señor Keynes más adelante y de forma expresa considera que esos aumentos en la oferta de dinero, cuando corresponden a un aumento de la producción, no distorsionan el equilibrio. Ahora bien, yo me pregunto: ¿Cómo es posible introducir dinero en la circulación sin dar lugar a una discrepancia entre lo que se ahorra y lo que se invierte? ¿Existe acaso alguna justificación para suponer que en estas condiciones los empresarios pedirán prestado más dinero del necesario para mantener la producción corriente y no lo utilizarán para hacer nuevas inversiones? Y aunque lo usaran exclusivamente para financiar un aumento de la producción, ¿no significa esto una nueva inversión en el intervalo de tiempo hasta que los productos adicionales lleguen al consumidor?

A mí me parece que, al no diferenciar entre coste estable por unidad de producto, contratos estables con los factores de la producción y coste total estable (es decir renta monetaria E invariable), el señor Keynes se ve empujado a poner en conexión dos cosas que no tienen nada que ver una con otra: de un lado, el mantenimiento del nivel de precios, que cubrirá los costes mientras los contratos con los factores de la producción sean más o menos rígidos, y, de otro, el mantenimiento de un equilibrio entre lo que se ahorra y lo que se invierte. Pero sin variaciones en la cantidad de dinero, y por consiguiente sin divergencia entre el coste de la inversión I' y el ahorro S , no solo el Poder de Compra del Dinero sino también el Poder del dinero para adquirir unidades de Trabajo, y por tanto los contratos con los factores de la producción, tendrían que variar a cada cambio en la producción total.

Por supuesto, no hay duda de que toda divergencia entre la inversión I o el coste de la inversión I' y el ahorro es de una enorme importancia. Pero esta importancia no radica en la dirección en que esto influye en las fluctuaciones del *nivel de precios*, ya sean sus fluctuaciones absolutas o las fluctuaciones alrededor de la posición de equilibrio, determinada de acuerdo con los contratos existentes con los factores de la producción.

Es verdad que en este intento de establecer una conexión directa entre las diferencias entre la inversión I y el ahorro S o, lo que es lo mismo, las diferencias entre el tipo natural y el tipo

monetario de interés con el nivel de precios, el señor Keynes está siguiendo las líneas marcadas por Wicksell. Pero es precisamente en este punto donde Wicksell exige demasiado a su teoría, como han puesto de manifiesto D.A. Robertson entre los economistas ingleses³⁶ y el que esto escribe entre los continentales.³⁷ E incluso si el señor Keynes sustituye la estabilidad absoluta del nivel de precios que Wicksell tenía siempre *in mente* por un nivel de precios de equilibrio que no se define con demasiada claridad, lo que está buscando es una inencontrable relación más definida entre el nivel de precios y la diferencia entre lo que se ahorra y lo que se invierte.

X

Hasta ahora nos hemos concentrado de manera especial en la serie de herramientas conceptuales que Keynes ha ido creando para poder explicar los procesos dinámicos y el ciclo económico. En la segunda parte de este artículo tengo la intención de discutir su explicación real empezando por su teoría del tipo bancario de interés y todo el libro 4.³⁸

³⁶ Dennis Robertson, *Money* [1922], cit. p. 99. [Véase en este volumen, capítulo II, notas 21-25, para más referencias a Robertson -Ed.]

³⁷ *Geldtheorie und Konjunkturtheorie* (Viena y Leipzig: Hölder-Pichler-Tempsky, 1929) pp. 61, 131 ss. [Véase la traducción inglesa de esta obra ya citada *Monetary Theory and the Trade Cycle*. -Ed.] [traducción española, Madrid: Espasa-Calpe, 1936].

³⁸ Consideraciones de espacio me han obligado a dividir en dos este artículo. Pero hay otras razones que aconsejaban retrasar la segunda parte de mi crítica. Como reconozco al comienzo de este artículo, a veces resulta extraordinariamente difícil saber exactamente el significado de los conceptos que el señor Keynes maneja. En diversas ocasiones he tenido que señalar las definiciones en conflicto que se dan para el mismo concepto y en otras no estoy seguro de haber entendido correctamente lo que Keynes quiere decir con esos conceptos. Es realmente difícil seguir su análisis mientras estas ambigüedades no se aclaran. En cada punto concreto del análisis uno se ve obligado a discernir cuál de los distintos significados de un concepto como la inversión es el que supuestamente se emplea. Hay un gran número de cuestiones de esta clase que se van acumulando y que, en verdad, Keynes podría aclarar, de manera que parece más prudente detenernos aquí y esperar a que Keynes se pronuncie para poder seguir la discusión sobre bases más firmes. [La segunda parte de este artículo probablemente hubiera aparecido en *Economica*, noviembre de 1931, pero no lo hizo hasta febrero de 1932. Se publica en este volumen como capítulo VI. -Ed.]

Hay solo una cosa que me gustaría añadir en este punto. Es muy posible que mis comentarios anteriores hayan adoptado una expresión excesivamente crítica cuando, en realidad, lo que estoy pidiendo es sencillamente una explicación adicional de algunos términos. También es posible que haya insistido demasiado en lo que son inexactitudes de expresión de importancia menor. Espero que ese tono crítico no se tome como una señal de que no aprecio en todo lo que vale el magnífico esfuerzo realizado. Mi único objetivo ha sido contribuir a la comprensión de un libro realmente importante y espero que mi esfuerzo en esa línea sea la mejor prueba de la importancia que le atribuyo. Incluso es posible que al final la diferencia entre mis puntos de vista y los de Keynes sea menor de lo que parece a primera vista. El problema puede radicar solamente en que el señor Keynes ha llevado a cabo un trabajo tan extraordinariamente arduo que realmente resulta difícil de seguir. Espero que se me disculpe si en mi intento de entenderlo haya podido ser traicionado por la impaciencia de superar los incontables obstáculos que el autor ha ido poniendo en el camino que lleva a la total comprensión de sus ideas.

XI¹

Al final de su resumen del argumento contenido en aquellas secciones del *Treatise* que se discutieron en la primera parte de este artículo Keynes escribe:

Si el sistema bancario controla las condiciones del crédito, de forma que el ahorro y la inversión sean iguales, entonces el nivel general de los precios será estable y será el que corresponda a la tasa media de remuneración de los factores de producción. Si el sistema bancario relaja las condiciones del crédito, los precios se elevarán, aparecerán beneficios agregados inesperados, los patrimonios se incrementarán más rápido que los ahorros, como consecuencia de

¡OJO!
a partir de
aquí se
mantiene la
numeración
de las notas
o se
continúan

¹ [F.A. Hayek, «Reflections on the Pure Theory of Money of Mr. J.M. Keynes (*continued*)», *Economica*, vol. 12, n.º 35, febrero de 1932, pp. 22-44. Véase la primera parte de este artículo, la contestación de Keynes y la réplica de Hayek en este mismo volumen, capítulos III, IV y V. -Ed.]

que las rentas del público, en general, valen menos; la diferencia está siendo transferida a los bolsillos de los empresarios en forma de ganancias de capital; los empresarios compiten unos con otros por los servicios de los factores de producción y sus tasas de remuneración tienden a elevarse, hasta que sucede algo que modifica las condiciones de crédito y las aproxima a lo que exigen las condiciones de equilibrio.²

Esto nos lleva a la primera y en muchos aspectos la más importante de las cuestiones que tenemos que considerar en este artículo: la teoría del tipo bancario de interés del señor Keynes.

El concepto fundamental sobre el que se basa su análisis es la idea del tipo natural de interés de Wicksell o tipo de interés de equilibrio; es decir, la tasa a la que las nuevas inversiones igualan a los ahorros, una definición del concepto de Wicksell sobre la que probablemente sus seguidores estarían de acuerdo.³ Realmente, cuando se lee la exposición del señor Keynes, a cualquier estudiante formado en las enseñanzas de Wicksell le parecerá que se mueve en un terreno que le resulta familiar; sus sospechas empiezan a aparecer cuando llega a las conclusiones, y entonces descubre que detrás de una definición que es idéntica en términos verbales se esconden diferencias fundamentales (a causa de la peculiar definición que hace Keynes del ahorro y la inversión). Porque el significado que da Keynes a sus términos «ahorro» e «inversión» difiere del habitual. De aquí que el tipo de interés que equilibrará el «ahorro» y la «inversión» en el sentido de Keynes es completamente distinto del tipo de interés que debería mantener ese equilibrio en los términos habituales.

El rasgo más característico de la explicación del señor Keynes de una desviación del tipo de interés real, a corto plazo, de su posición «natural» o de equilibrio es su insistencia en el hecho de que esto puede suceder *con independencia de lo que ocurra con la cantidad efectiva de dinero*. Su insistencia en este punto es de tal naturaleza que a pocos lectores pasará inadvertido que eso es lo

² *Treatise on Money* (1930), cit., vol. 1, pp. 183-184 [*The Collected Writings...*, vol. 5, p. 165. -Ed.] [p. 169].

³ [Otras referencias a Wicksell en este volumen, capítulo I, nota 4, y capítulo III, nota 10. -Ed.]

que él trata de demostrar. Pero, a la vez, y mientras él quiere dejar ciertamente bien sentada esta proposición, yo no encuentro prueba alguna de ella en todo el *Treatise*. Realmente, en todos los puntos clave el supuesto que parece deslizarse, sin apenas percibirlo, es que esta diferencia solo es posible por un cambio necesario en la oferta de dinero.⁴

La razón de su creencia en que la diferencia entre el ahorro y la inversión puede aparecer sin que los bancos varíen la circulación monetaria no está demasiado clara en la primera sección del capítulo correspondiente. En esta sección distingue tres líneas diferentes de pensamiento dentro de la doctrina tradicional, pero solo la primera y la tercera tienen conexión con este asunto; la segunda, relacionada con los efectos del tipo bancario de interés en los movimientos internacionales de capital, podemos dejarla a un lado por el momento. De acuerdo con el señor Keynes, la primera de estas líneas de pensamiento «considera el tipo de interés bancario simplemente como uno de los medios de regular la cantidad de dinero bancario»,⁵ mientras la tercera «conci-be el tipo bancario de interés como regulador, en alguna medida, de la tasa de inversión, y quizás, en el caso de Wicksell y Cassel, de la tasa de inversión respecto a la de ahorro».⁶ Pero como el propio Keynes entiende en otro lugar,⁷ no hay un conflicto necesario entre estas dos teorías. La relación obvia entre ellas, que cualquier lector de Wicksell no tiene dificultad en comprender —y que fue sostenida por el propio Wicksell— es que, puesto que, bajo las actuales condiciones monetarias, las variaciones en la cantidad de dinero en circulación se producen básicamente mediante la expansión y contracción de los créditos, y puesto que el dinero

⁴ No hago mención aquí de ciertos pasajes (p. ejemplo, vol. 1, pp. 198, 272, y vol. 2, p. 100) [*The Collected Writings...*, vol. 5, pp. 177 y 243-244 [pp. 180, 236 y 237] y vol. 6, p. 89. -Ed.] donde este supuesto se expresa de manera absolutamente explícita. Esto se explica por el hecho de que el señor Keynes realmente creía algo parecido cuando comenzó a trabajar por vez primera en el Libro 3 de su *Treatise* (véase réplica a la primera parte de este artículo p. 389) [p. 168 de este volumen. -Ed.]

⁵ *Treatise* (1930), cit., vol. 1, p. 187. [*The Collected Writings...*, vol. 5, p. 168. -Ed.] [p. 171].

⁶ *Ibíd.*, p. 190. [*Ibíd.*, pp. 170-171. -Ed.] [pp. 174-175].

⁷ *Ibíd.*, p. 197. [*Ibíd.*, pp. 176-177. -Ed.] [pp. 180].

tomado a interés se usa con preferencia para hacer inversiones, cualquier aumento de la oferta monetaria que no esté compensado por una variación en sentido contrario de la velocidad de circulación producirá, con bastante probabilidad, un exceso de la inversión sobre el ahorro, y cualquier descenso el fenómeno contrario, un exceso del ahorro sobre la inversión. Pero Keynes cree que la teoría de Wicksell era distinta de esta y de hecho más parecida a la suya, en apariencia, porque Wicksell pensaba que «una y la misma» tasa de interés puede servir para hacer el ahorro y la inversión iguales y para mantener constante el nivel general de los precios. Como ya he señalado, este es un punto en el que, en mi opinión, Wicksell estaba equivocado. Pero no hay duda alguna de que Wicksell estaba plenamente convencido de la posibilidad de que existieran diferencias entre el tipo de interés del mercado y el tipo de interés de equilibrio y de que estas diferencias se debían, por completo, a la «elasticidad del sistema monetario»,⁸ es decir a la posibilidad de aumentar o disminuir la cantidad de dinero en circulación.

XII

La exposición que hace Keynes de la teoría general del tipo de interés bancario⁹ no resuelve en modo alguno el problema de en qué forma las diferencias entre el tipo de interés bancario y el de equilibrio deberían afectar a los precios y a la producción por algún camino o medio diferente del de las variaciones de la oferta monetaria. En ningún otro lugar se percibe mejor la falta de una teoría satisfactoria como cuando se analizan los efectos de una variación en el tipo de equilibrio y en la confusión que resulta del tratamiento diferente que se hace según se trate del capital fijo o del circulante. En la mayoría de las partes de su análisis no se

⁸ Véase *Geldzins und Güterpreise*, cit., p. 101; *Vorlesungen*, cit., vol. 2, p. 221. [Traducidas con los títulos *Interest and Prices* y *Lectures on Political Economy*, obras citadas [solo de la segunda existe traducción española]. -Ed.]

⁹ *Treatise* (1930), cit., vol. 1, pp. 200-209 [*The Collected Writings...*, vol. 5, pp. 179-187. -Ed.] [pp. 182-188].

puede ver con claridad si está hablando de los efectos de cualquier variación en el tipo de interés bancario o si lo que dice se aplica solo a los efectos de un tipo bancario que es diferente del tipo de mercado; en ninguna parte expone con más claridad que el banco central está en posición de determinar el tipo bancario solo porque está en condiciones de aumentar o disminuir la cantidad de dinero en circulación.

Pero la parte menos satisfactoria de esta sección es la explicación muy simplificada que nos da sobre la forma en que una variación del tipo bancario de interés afecta a la inversión o, mejor dicho, al valor del capital *fijo*, ya que, por alguna razón que no se explica, este último concepto viene a sustituir al anterior.

Esta explicación consiste simplemente en señalar que «una variación del tipo bancario de interés no se lleva a cabo para afectar a la productividad real del capital (salvo quizás como un efecto secundario)», y puesto que los posibles efectos sobre los precios pueden dejarse a un lado, el único efecto «inmediato, directo y evidente» de una variación del tipo bancario sobre el valor del capital fijo será que los beneficios esperados se capitalizarán al nuevo tipo de interés.¹⁰ Pero la capitalización no es tanto un *efecto* directo del tipo de interés; sería mejor decir que los dos son efectos de una misma causa, la escasez o abundancia de medios disponibles para la inversión respecto a su demanda. Solo alterando esta escasez relativa podrá la variación del tipo de interés bancario variar el precio de demanda de los servicios del capital fijo. Si la variación del tipo de interés bancario se corresponde con la variación en el tipo de equilibrio, ello solo es indicativo de que esta escasez relativa se ha producido con independencia de aquella variación. Pero si significa que la tasa de interés se aparta de su tipo de equilibrio, llegará a ser efectivo y afectará solo al valor del capital fijo en la medida en que produzca un cambio en la cantidad de fondos disponibles para la inversión.

No es difícil ahora entender por qué el señor Keynes deja a un lado este hecho elemental. Es muy difícil ver cómo actúa el tipo de interés si se deja a un lado, como hace Keynes, la parte que

¹⁰ *Ibíd.*, p. 202. [*Ibíd.*, pp. 181. -Ed.] [pp. 183-184].

juega el capital circulante que coopera con el capital fijo en el proceso productivo. Solo teniendo ambos en cuenta se puede uno hacer una idea de en qué forma la cantidad de capital libre puede afectar al valor del capital invertido.

Exagerar la distinción entre capital fijo y circulante, que a la postre solo es una diferenciación de grado y en modo alguno decisiva, es una constante de la teoría económica inglesa y probablemente ha contribuido más que ninguna otra cosa a su poco convincente situación en los momentos actuales.

En relación con el problema que nos ocupa, debemos indicar que el dejar a un lado el capital circulante no solo le impide ver de qué manera la variación del tipo de interés afecta al valor del capital fijo, sino que también le lleva a una afirmación completamente errónea acerca de la intensidad y uniformidad de este efecto. Sencillamente, no es verdad que una variación en el tipo de interés no tendrá efectos perceptibles en la rentabilidad del capital fijo; esto sería tanto como desconocer el efecto de una variación de esta clase sobre la distribución del capital circulante. La rentabilidad atribuible a cualquier parte del capital fijo, una planta industrial, una máquina, etc., es, a corto plazo y esencialmente, la diferencia que queda una vez que los costes de explotación se deducen del precio obtenido por el producto. Y una vez que una cantidad ha sido invertida de forma irrevocable bajo la forma de un capital fijo, incluso la producción total obtenida con la ayuda de ese capital fijo variará considerablemente, de acuerdo con la cantidad de capital circulante que, a los precios dados, puede ponerse en juego junto a ese capital fijo. Cualquier variación del tipo de interés alterará materialmente la rentabilidad relativa del empleo de capital circulante en cada una de las fases del proceso productivo, según que el periodo de inversión sea más corto o más largo, lo cual producirá siempre trasvases en el uso del capital circulante entre las diferentes fases de la producción y cambios en la productividad marginal (la rentabilidad real) del capital fijo que *no puede* trasvasarse de esa forma. Cuando el precio del capital circulante complementario varía, la rentabilidad y el precio del capital fijo también lo harán y esta variación puede afectar de forma distinta a cada fase del proceso productivo.

Sin embargo, la variación en el precio del capital circulante estará determinada por la variación del conjunto de los medios de inversión disponibles para la inversión en toda clase de bienes de capital (productos intermedios), ya se trate de bienes de naturaleza duradera o no. Cualquier aumento en los medios disponibles para la inversión tenderá a reducir la productividad marginal de las inversiones adicionales en capital; es decir, bajarán los márgenes de beneficio derivados de las diferencias entre los precios de los bienes finales y los productos intermedios, elevando los precios de estos últimos respecto a los primeros.

Parece que el fracaso de Keynes a la hora de entender este tipo de relaciones se debe al hecho de que en el pasaje citado antes no distingue adecuadamente entre rentabilidad *bruta* y *neta* del capital fijo. Si él hubiera concentrado su análisis sobre los efectos de una variación del tipo de interés en la rentabilidad neta, que es lo único que importa, no podría haber fallado a la hora de entender que el efecto sobre el capital fijo no es ni tan directo ni tan uniforme como él supone, *y no habría olvidado que también hay una tendencia a que la rentabilidad real del capital y el tipo de interés se igualen*. Por tanto, el proceso de capitalización a una tasa dada de interés no significa otra cosa que mientras el dinero puede conseguirse a un tipo de interés más bajo que la rentabilidad del capital existente, el dinero tomado a préstamo será utilizado para comprar bienes de capital hasta que su precio alcance un punto en que la rentabilidad iguale al tipo de interés, y viceversa.

XIII

Aunque estas deficiencias pueden explicar por qué el señor Keynes no ha entendido lo que yo creo es el verdadero efecto de una diferencia entre el tipo bancario de interés y el tipo de equilibrio, ello no explica la solución que el propio Keynes da al problema. Esto hay que ir a buscarlo en otro lugar, en el especial concepto de «ahorro» que utiliza Keynes.

Él cree que, para mantener el equilibrio, la nueva inversión tiene que ser igual no solo a la parte de la renta monetaria de todos los individuos que *excede* a su gasto en bienes de consumo

más lo que tiene que reinvertirse para mantener el equipo capital existente (que es lo que constituiría el ahorro en el sentido ordinario de la palabra), sino también aquella parte de las rentas «normales» de los empresarios por la que su renta real (y por tanto su gasto real de consumo) queda por debajo de esa renta «normal». En otras palabras, si los empresarios experimentan pérdidas (sus ganancias son inferiores a las normales esperadas) y las cubren reduciendo su propio consumo *pari passu* o pidiendo prestado una cantidad equivalente a los ahorradores, entonces, según Keynes, estas cantidades harán posible la sustitución del capital existente y la nueva inversión,¹¹ y como el señor Keynes piensa, por supuesto, que el ahorro (es decir, la abstención de consumo) puede, en muchos casos, hacer que los empresarios experimenten pérdidas que absorberán una parte de esos ahorros que, de otra forma, irían a las nuevas inversiones, este especial concepto de ahorro explica probablemente por qué sospecha que cualquier incremento del ahorro conduce a la creación de un peligroso exceso del ahorro sobre la inversión.

Para intentar esclarecer este punto, tratemos de entender lo que sucede habitualmente cuando las gentes ahorran. El primer efecto será que se venderán menos bienes de consumo a los precios existentes. Esto no quiere decir que esos precios deban descender, y mucho menos que deban hacerlo en proporción a la reducción de la demanda. Realmente, el primer efecto probable será que los vendedores de bienes de consumo serán incapaces de vender tanto como antes a los precios existentes, y antes de vender con pérdidas decidirán incrementar transitoriamente sus existencias y ralentizar el proceso de producción.¹² Esto es lo previsible, no

¹¹ En relación con la inclusión de estas sumas en el concepto de ahorro del señor Keynes véase *Treatise* vol. 1, 139 [*The Collected Writings...*, vol. 5, p. 161. -Ed.] [p. 166] y mi réplica, *op. cit.*, p. 400 [en este volumen, p. 182 -Ed.] Que Keynes desea realmente que las nuevas inversiones adicionales se correspondan con el ahorro en este sentido se deduce claramente de su definición de inversión neta, tal y como aparece al comienzo de la p. 397 de la misma edición de *Economica* [véase en este volumen, p. 176]

¹² Probablemente esta tendencia resulta modificada solamente en la medida en que el coste de almacenar esos bienes haga más aconsejable reducir los precios y deshacerse de ellos rápidamente. Pero conviene recordar que estos costes también disminuirán como consecuencia de la caída del tipo de interés, lo cual inducirá a los comerciantes a almacenar mayores existencias.

solo por razones psicológicas, y es importante señalarlo aquí, sino porque tal es su interés y es necesario para que el mayor deseo de ahorrar pueda ser efectivo. El ahorro implica una reducción del consumo, a fin de que pueda acumularse, en bienes terminados y semiterminados, un stock de bienes de consumo que permita salvar el desfase que existe en el tiempo que se necesita emplear para la adopción de procesos de producción más capitalistas y que consumen más tiempo desde que se inicia el proceso hasta que los nuevos bienes de consumo finales están disponibles en el mercado.¹³ Al mantener sus bienes en sus almacenes durante algún tiempo, los empresarios hacen posible (si el ahorro ha conducido a una nueva inversión) disponer de ellos al precio anterior.

Si, no obstante, suponemos que por alguna razón los productores de bienes de consumo prefieren continuar trabajando a plena capacidad vendiendo con pérdidas y esperando a que la demanda se acabe recuperando de forma que sus pérdidas sean menores de las que podría producirles la reducción de la producción, entonces, como Keynes señala acertadamente, se verán obligados a cubrir sus pérdidas por alguno de estos cuatro procedimientos: (1) reduciendo sus gastos personales (o, en la terminología de Keynes, *ahorrando* para cubrir pérdidas); (2) reduciendo sus saldos bancarios; (3) pidiendo prestado a los que ahorran; o (4) vendiendo a estos otros activos de capital como valores mobiliarios. De acuerdo con Keynes, en todos estos casos la inversión permanecerá por debajo del ahorro, y por tanto son estos casos los que tenemos que considerar con mayor atención.

La tarea de averiguar cuándo, en una situación dada, el ahorro se corresponderá o no exactamente con la inversión en el sentido de Keynes, resulta algo difícil, porque, como vengo señalando, no nos ha dado un concepto claro e inequívoco de lo que entiende por «inversión». Pero, a lo que ahora interesa, creo que podemos superar esa dificultad sin más que considerar el caso en el que la inversión cae por debajo del ahorro e investigando los efectos que esto produce. El efecto de un exceso de ahorro sobre la inversión, según Keynes, será que la renta total no será suficiente

¹³ Véase *Treatise*, cit., vol. 1, p. 283 [*The Collected Writings...*, vol. 5, p. 254. -Ed.] [p. 245], y mi *Prices and Production*, cit., p. 79. -Ed.] [pp. 79-80]

para comprar la producción total a precios que cubran los costes (Si I e $I' = S$, entonces la tasa de retribuciones de eficiencia $W1 = E/0$ es constante e idéntica a P y II , el nivel de precios de bienes de consumo y de la producción total respectivamente).¹⁴ El problema, por tanto, es si aquel exceso del ahorro sobre la inversión, en el sentido de Keynes, ocasionado porque una parte de esos ahorros que se está utilizando para cubrir las pérdidas, en alguna de las formas mencionadas antes, provocará que las rentas totales desciendan por debajo del coste total de producción.

La contestación a esta cuestión me parece que tiene que ser categóricamente negativa. Los productores de bienes de consumo disponen, en principio, de dos caminos para financiarse cuando no reducen su producción y experimentan pérdidas por mantener la producción al mismo nivel que antes. Cuando para mantener esa producción de bienes de consumo los empresarios disminuyen sus gastos, las rentas derivadas de la producción de estos bienes no disminuirán más allá de lo que lo haga inicialmente la demanda de bienes de consumo, por cuanto el descenso en el consumo de los empresarios compensará exactamente el descenso inicial de sus rentas. En otros casos, cuando los productores de bienes de consumo no reducen su propio consumo sino que cubren sus pérdidas pidiendo prestado o vendiendo activos de capital, la renta derivada de la producción de bienes de consumo no descenderá en forma alguna.¹⁵ En el primer caso, por lo tanto, la corriente de renta será la misma que cuando una cantidad igual de nuevos ahorros se usa para cubrir las nuevas inversiones y, en el último caso, será igual considerando que el exceso (si existe) del ahorro sobre lo que ha sido prestado o pagado para cubrir las pérdidas se destina a nuevas inversiones. El señor Keynes, sin embargo, parece creer que una reducción en el gasto de los empresarios en bienes de consumo constituye una disminución neta en la demanda de estos bienes, distinta y añadida al desplazamiento

¹⁴ [Para una definición de estos términos véase en este volumen cap. III, nota 23. -Ed.]

¹⁵ En relación con esto, dejo a un lado, como hace Keynes, un tercer caso posible donde los empresarios reducen sus saldos para continuar la producción. Evidentemente, el efecto aquí será similar al de un aumento en la cantidad de dinero.

de rentas de los productores de bienes de consumo a los productores de bienes de inversión, que siempre será el efecto inicial de un aumento del ahorro y que, para impedir perturbaciones indeseables, esta reducción del consumo debería ser compensada con inversiones nuevas adicionales, a ser posible mediante el incremento de los préstamos bancarios.

Concentrémonos, de momento, en este ejemplo en el que el empresario que experimenta pérdidas reduce su consumo, como la única forma de mantener su capital y recuperarlo por la reinversión. Si, a pesar de que experimenta pérdidas, reinvierte en el mismo sector productivo, en lugar de acudir a un sector más rentable, entonces su sacrificio será baldío, porque una vez que se complete el ciclo de negocios siguiente de ese capital, se encontrará con que tendrá que hacer frente a nuevas pérdidas de igual cuantía que las viejas. Lo que se precisaría para hacer efectivos sus esfuerzos de conservar no solo el capital sino también el ahorro inicial es reducir su producción de forma tal que se liberen los factores necesarios para las nuevas inversiones. Pero mientras insista en mantener su producción al mismo nivel que antes, su ahorro (en el sentido del señor Keynes) no solo no puede sino que realmente *no debería* dar lugar a ninguna nueva inversión. En el caso en el que el empresario obtiene prestados de los ahorradores los fondos necesarios para cubrir sus pérdidas, no hay duda que esos ahorros se dilapidan, es decir, no es posible incremento alguno del equipo capital. Pero esto es así solo porque se *supone* que el empresario que está perdiendo consume su capital y porque cuando se hace uso de los ahorros de los demás para compensar las pérdidas, lo que se está impidiendo es cualquier ahorro neto. Pensándolo bien, y puesto que las rentas no exceden de las retribuciones netas, *no hay razón alguna para decir que ha tenido lugar una nueva inversión*, y esto se pone de manifiesto también en el hecho de que, al seguir siendo la misma la producción de bienes de consumo, no se libera factor de producción alguno que pudiera ser empleado en la producción de bienes de inversión. *Cualquier intento de provocar un aumento de la inversión que corresponda a este «ahorro» que se precisa para mantener el capital existente tendrá exactamente el mismo efecto que los intentos de elevar la inversión por encima del ahorro neto, inflación, ahorro forzoso, errónea asignación de*

la producción y al final, la crisis. Tenemos que llamar la atención sobre el hecho de que mientras los empresarios insistan en producir bienes de consumo al mismo nivel que antes y venderlos por debajo de sus costes normales de producción, no hay restricción alguna que actúe sobre el consumo y por tanto no hay ahorro real y no puede acumularse existencia alguna de bienes de consumo para cubrir el desfase al que antes nos referimos.¹⁶

A la vez, naturalmente es cierto que, bajo el supuesto de Keynes, el ahorro conducirá a una caída en el nivel general de precios, porque ese supuesto implica que, a pesar de que la demanda para la parte de producción disponible haya disminuido, el dinero que no se gasta en bienes de consumo se inyecta en una fase anterior de la producción para mantener allí los precios y la producción. El único efecto del ahorro, bajo este supuesto, sería por tanto hacer que el dinero que se escabulle de las fases finales del proceso de producción (bienes de consumo) vaya directamente a las fases anteriores ayudando a mantener la demanda allí; como resultado, no se produciría aumento de la demanda en ningún otro lugar que compense la disminución de la demanda de bienes de consumo ni aumento de precios en otro sector que compense de la caída en el nivel de precios de los bienes de consumo.

Todo esto es verdad solamente porque desde el principio *se supone* que a pesar de que la producción de bienes de consumo es menos rentable (quizá incluso está produciendo pérdidas), los empresarios del sector de consumo insisten en invertir lo mismo que antes y (en la medida en que no se procuran a sí mismos el capital que precisan reduciendo su consumo) ofrecen a los ahorradores mejores condiciones que los productores de bienes de inversión. Tengo la impresión de que en este punto el señor Keynes ha errado debido a su tratamiento del interés como una parte de lo que ha llamado «la tasa de retribución de eficiencia de los factores de la producción» que considera establecida por los contratos existentes de forma que los capitalistas obtengan la misma rentabilidad dondequiera que inviertan, de manera que solo las rentas de los empresarios serían las únicas afectadas. En todo caso, a mí me parece que al suponer que al hacerse menos rentables las

¹⁶ [Véase este capítulo, p. 201 -Ed.]

industrias de bienes de consumo no es posible encontrar sectores en que el capital sea más rentable, se hace imposible considerar en toda su extensión el papel que juega el tipo de interés.

Lo más curioso de todo esto es que desde el principio todo el razonamiento del señor Keynes, cuyo objetivo es probar que el incremento del ahorro no conducirá a un aumento de la inversión, se basa en el supuesto de que, a pesar de la caída en la demanda de consumo, la producción disponible no se reduce. Esto significa que desde el comienzo supone lo que pretende probar. Esto se podría mostrar con muchas citas del *Treatise* y se vería que algunas de sus más desconcertantes conclusiones, tales como la famosa analogía de los beneficios y el pozo inagotable y entre las pérdidas y la jarra de Danaid se basan expresamente en que «los empresarios simplemente (*sic*) continuarían produciendo lo mismo que antes».¹⁷ Pero en su reciente réplica al señor D.A. Robertson¹⁸ Keynes admite que «no ha tratado, en este libro, en detalle la cadena de sucesos que se producen cuando, como consecuencia de sus pérdidas, los empresarios reducen su producción.»¹⁹ Esto es realmente una gran sorpresa en un autor que se ha propuesto estudiar los desplazamientos entre la producción disponible y la no disponible y que quiere probar que el ahorro no es el que gobierna esta clase de desplazamientos.

Para resumir lo que ya empieza a ser una larga discusión de este tema, en ninguno de los casos que hemos considerado tendrán lugar los efectos que deberían producirse si el ahorro y la inversión (en el sentido ordinario de estas palabras) divergen, es decir, si la renta total se encuentra por encima o por debajo de los costes totales de producción. *Tampoco hay razón alguna por la que el ahorro y la inversión nueva, en el sentido en que emplea Keynes estos términos, se deberían corresponder.* Modificando de forma arbitraria el significado ordinario de estos términos, el señor Keynes ha hecho plausible una proposición que nadie aceptaría si los

¹⁷ *Treatise* (1930), cit., vol. 1, pp. 139-140. [*The Collected Writings...*, vol. 5, p. 126. -Ed.] [p. 136].

¹⁸ [J.M. Keynes, «A Rejoinder», cit. El pasaje citado se encuentra en la nota 1 de la página 418. Véase también D.H. Robertson, «Mr. Keynes's Theory of Money», *op. cit.*, pp. 395-411. -Ed.]

¹⁹ Keynes, «A Rejoinder», cit., p. 412.

términos que utiliza lo fueran en su sentido ordinario. En la forma establecida por el señor Keynes, esta proposición no tiene nada que ver con la teoría de Wicksell ni Wicksell es responsable de la interpretación que hace Keynes.

XIV

El tema discutido en la última sección muestra que ésa es la razón principal por la que Keynes cree que puede aparecer una diferencia entre el ahorro y la inversión sin cambio en la cantidad efectiva de dinero en circulación. Pero hay otras dos razones más en su *Treatise*. Una de ellas (como el mismo Keynes señala) es de menor importancia; se trata, de hecho, de un caso en el que la diferencia surge debido a razones que no son monetarias, mientras la otra tiene, sin duda, enorme importancia e implica un cambio en la circulación efectiva. Trataré de exponer la primera de ella, la de menor importancia, y me ocuparé de la segunda en la próxima sección.

Un caso en el que el ahorro podría superar a la inversión sin variación en la circulación efectiva es cuando parte de estos ahorros son absorbidos de forma permanente por el mercado de valores. Si esto llegara a suceder en cuantía suficiente, si por ejemplo los Depósitos de Negocios B del señor Keynes o aquella parte de Circulación Financiera que sirve para llevar a cabo las transacciones de valores mobiliarios variase en cantidades importantes, ello querría decir realmente que una parte de los ahorros no se dedicaría «a nuevas inversiones», porque la «Circulación Financiera está detrayendo recursos de la Circulación Industrial».²⁰ Pero puesto que Keynes mismo dice²¹ que la *variabilidad* absoluta de los Depósitos de Negocios B es, por lo regular, solo una parte proporcionalmente pequeña de la cantidad de dinero, y puesto que sus palabras se han interpretado, posiblemente con justicia,

²⁰ *Treatise* (1930), vol. 1, p. 254. [*The Collected Writings...*, vol. 5, p. 226. -Ed.] [p. 223].

²¹ *Ibíd.*, pp. 244, 249, 256, 267. [*Ibíd.*, pp. 218, 223, 229, 239. -Ed.] [pp. 216, 220, 225 y 233].

como una negación de que la especulación en valores mobiliarios puede absorber crédito,²² podríamos pasar por alto esta posibilidad si no fuera porque, en su Réplica al señor D.A. Robertson, no diera la impresión de que ahora se inclina a conceder más importancia a este punto. No obstante, este es uno de los casos ya discutidos en la sección anterior y no precisamente uno de esos que se nos pueden ocurrir a la primera. Es el caso en el que los productores de bienes de consumo cubren las pérdidas que han sufrido a consecuencia de la reducción de la demanda vendiendo valores. En este caso, se podría decir que la caída de los precios se debe al hecho de que el dinero ahorrado se dirige a los productores de bienes de consumo a través de compras de valores en lugar de por medio de las compras de bienes de consumo, de manera que una operación de valores ocupa el lugar de una operación de mercancías y la corriente total de dinero que se dirige a la compra de bienes (y en consecuencia, el nivel de precios de esos bienes) ha caído. En la última sección ya he expuesto lo que pienso sobre el particular.

XV

La última y quizá la más importante causa de divergencia entre el ahorro y la inversión a que se refiere el señor Keynes es una variación en la circulación efectiva, no en la *cantidad* de dinero, sino simplemente en su «efectividad» o «velocidad de circulación». De la misma forma que el ahorrador en potencia tiene que hacer una doble elección y elegir, primero, si ahorra o no, y luego si invierte o atesora lo que ha ahorrado, también existen dos formas distintas por las que el ahorro supera a la inversión. Según una de ellas, se ahorra más de lo que los empresarios están dispuestos a utilizar para hacer nuevas inversiones. Según la otra, se atesora el dinero en lugar de invertirlo. El primer caso ha sido ya discutido antes en la sección III y es el único al que de una forma bastante inapropiada se le puede bautizar, como ha hecho

²² [Profesor J.H. Williams, «The Monetary Doctrine of J.M. Keynes», *Quarterly Journal of Economics*, vol. 45, agosto de 1931, pp. 547-587. -Ed.]

Keynes, como «exceso de ahorro»; el segundo, del que pasamos a ocuparnos, es lo que él llama «exceso de propensión bajista».²³ Como ya indicamos antes, el problema a estudiar aquí es el del «atesoramiento», pero no el del simple atesoramiento de dinero efectivo, sino el problema más complicado e interesante del «atesoramiento» en una sociedad en que todo el dinero corriente consiste en depósitos bancarios.²⁴

Es innegable que los economistas, por regla general, siguen utilizando con profusión el supuesto de que el ahorro consiste, en principio, en la acumulación de dinero efectivo que terminará pronto en las cuentas del banco si no se invierte de otra manera. Se ha prestado escasa atención al hecho de que, puesto que una buena parte de nuestro dinero actual reviste la forma de depósitos bancarios, no hay necesidad de que las gentes lleven sus ahorros al banco, y por tanto un incremento de la cantidad que se deja en los bancos como ahorro no necesita incrementar su poder o propensión a prestar. Esto es muy claro cuando la gente deja su ahorro en cuenta corriente y también cuando —como sucede a menudo— se paga interés por estas cuentas y también cuando se transfiere de estas cuentas a otras de vencimiento aplazado, puesto que esto incrementará el poder para prestar del banco solo en proporción a la diferencia que exista en las reservas líquidas que hayan de mantenerse según se trate de una u otra clase de cuentas.²⁵

²³ *Treatise* (1930), vol. 1, p. 145. [*The Collected Writings...*, vol. 5, p. 130. -Ed.] [p. 140].

²⁴ Debería recordarse, a lo largo de toda la discusión que sigue, que en la exposición teórica del señor Keynes se supone que los depósitos bancarios son la única forma de dinero en la circulación general y que el efectivo mantenido por los bancos como reservas frente a sus depósitos no entra nunca en la circulación general (pp. 204-205 de este volumen). -Ed.]

²⁵ Si, por ejemplo, las reservas mantenidas frente a las cuentas corrientes (depósitos a la vista) son el 9 por ciento y las mantenidas frente a las cuentas de depósito (depósitos a plazo) son solo del 3 por ciento, entonces el desplazamiento de una determinada cantidad desde las cuentas corrientes a las cuentas de depósito liberará dos tercios de las reservas mantenidas previamente y capacitará al banco para crear una demanda adicional de depósitos igual a dos tercios de la suma transferida a las cuentas de depósito. Por lo tanto, el señor Keynes sería absolutamente consecuente si considerara deseable que a los bancos no se les obligara a mantener ninguna clase de reservas para hacer frente a las cuentas de depósito (véase *Treatise*, vol. 2, p. 13). [*The Collected Writings...*, vol. 6, pp. 11-12. -Ed.]

Uno de los mayores logros del trabajo del señor D.H. Robertson es que ha llamado vigorosamente la atención respecto a este hecho, cuya existencia hace muy difícil cualquier solución práctica a esta clase de problemas. Creo, sin embargo, que teóricamente debería estar claro que lo que sucede en este caso es lo mismo que cuando se atesora (es decir, una disminución de la velocidad de circulación) y que estas consideraciones particulares solo demuestran que la importancia práctica de este problema es mayor de lo que los economistas acostumbran a suponer.

La elaboración que hace Keynes de esta contribución del señor Robertson es, en muchos aspectos, la parte más interesante de su análisis teórico. Su contribución consiste principalmente en un detallado análisis de las causas que llevan a la gente a preferir atesorar en lugar de invertir, o viceversa, y puesto que ello depende de las expectativas del público respecto al precio futuro de los valores, el análisis se convierte en un estudio amplio de las relaciones entre el crédito bancario y el mercado de valores. Y aunque Keynes no es muy claro y su solución del problema no es plenamente satisfactoria, no hay duda de que aquí abre nuevos horizontes.

A la vez su exposición de este asunto, contenida en especial en los capítulos 10 (sección III) y 15, no es menos difícil que aquellas partes de su discusión a las que ya nos hemos referido, y tengo mis dudas de que haya alguien que pueda extraer, con la sola ayuda del texto del *Treatise*, el significado completo de la teoría del autor sobre este tema. Por mi parte, tengo que confesar que solo después de estudiar las explicaciones adicionales dadas por el autor en su réplica al señor D.H. Robertson, me atrevo a creer que he entendido adónde quiere llevarnos. A este objeto utilizaré en la discusión la exposición que hace en esta réplica mejor que el texto del *Treatise*.

Antes de entrar en la discusión del problema principal, tenemos que familiarizarnos con la terminología especial del autor, que es aquí tan rica y variada como en el resto de la obra. Como ya dije anteriormente,²⁶ su terminología inicial para las alternativas

²⁶ *Economica*, n.º 33, cit., p. 184. [En este volumen, p. 153 -Ed.]

llamadas ordinariamente «atesoramiento» e «inversión» son «depósitos bancarios» y «valores mobiliarios». Pero en lugar del término «depósitos bancarios» (o «depósitos de ahorro» o «depósitos inactivos»), utiliza con frecuencia los términos «activos líquidos», «dinero atesorado» o «atesoramientos», mientras que «valores mobiliarios» se convierte en «activos no líquidos». Los «depósitos activos» corresponden naturalmente a «cuentas corrientes» o «depósitos a la vista». Solo una parte del total de los «depósitos de ahorro», por ejemplo los «depósitos de ahorro B», son una alternativa a la inversión en valores mobiliarios en el sentido de que el tenedor mantiene una expectativa adversa acerca del valor monetario futuro de los valores. Esto es lo que Keynes llama una «posición bajista», es decir, una situación en la que se prefiere evitar los valores y prestar efectivo, mientras que en la posición «alcista» se prefiere tener valores y pedir prestado dinero. La primera anticipa que los precios de los valores caerán y en el segundo caso que subirán.²⁷ Esto resulta claro, pero cuando Keynes desarrolla su concepto «sobre el estado de las preferencias respecto a los depósitos de ahorro» o en el «estado o grado de la disposición bajista» o «la propensión al atesoramiento», de forma especial en su artículo del *Economic Journal*,²⁸ nos encontramos, de repente, que esto no depende de las expectativas sobre los precios futuros de los valores, sino del precio actual, en el sentido de que en cualquier momento una curva que expresa la «propensión a atesorar» se puede representar en un sistema de ejes donde la ordenada expresa el precio de los activos no líquidos en términos de los activos líquidos y la abscisa la cantidad de «depósitos inactivos» o «activos líquidos» mantenidos por la comunidad.²⁹ Esta curva, que, de acuerdo con la explicación dada en las páginas 250-1 del *Treatise*,³⁰ probablemente se parece a una parábola con una de las ramas paralela al eje de abscisas y convexa respecto

²⁷ *Treatise* (1930), vol. 1, p. 250 [*The Collected Writings...*, vol. 5, p. 224. -Ed.] [p. 221].

²⁸ J.M. Keynes, «A Rejoinder», cit.

²⁹ *Ibid.*, p. 412.

³⁰ *Treatise* (1930), vol. 1 [*The Collected Writings...*, vol. 5, pp. 224-225. -Ed.] [pp. 221-222].

al eje de ordenadas (aunque en el caso discutido aquí puede que se haya desplazado o variado de forma) está por tanto basada en el supuesto de que, dentro de ciertos límites, en una situación dada, cualquier *reducción* en el precio de los valores producirá una *disminución* en la propensión a atesorar, o, en otras palabras, que cualquier caída de esta clase en el precio de los valores reforzará la expectativa de un alza en el futuro. Para mí es muy dudoso que una variación a la baja en el precio actual de los valores nos lleve a una inversión inmediata de la expectativa acerca de los movimientos de los precios de los valores en el futuro.

Esta curva de demanda para los valores o activos no líquidos tiene una gran importancia en relación con un supuesto adicional de Keynes según el cual el sistema bancario está en posición de determinar la cantidad de los depósitos de ahorro, y, «dado el volumen de los depósitos de ahorro creado por el sistema bancario, el nivel de precios de los bienes de inversión»³¹ (viejos o

³¹ Hay considerable contradicción y oscuridad respecto a la relación entre el nivel de los precios de los «bienes de inversión» y el nivel de precios de los «valores». En el pasaje citado en el texto (y en muchos otros, por ejemplo al comienzo de la p. 418 en el artículo del *Economic Journal*) evidentemente los dos son tratados como iguales y la sub-sección que trata de la determinación del precio de los valores, de la que está tomado este pasaje, se titula «The Price Level of New Investment-goods» (p. 140). [*The Collected Writings...*, vol. 5, p. 127. -Ed.] [p. 137]. Aquí los «valores» se definen expresamente como capital real o capital préstamo (p. 141) [*The Collected Writings...*, vol. 5, p. 127. -Ed.] [p. 137] y la conclusión de la sección se resume en la siguiente frase: «El nivel de precios de las inversiones totales, y por tanto el de las inversiones nuevas, es aquel en el que la disposición del público a mantener depósitos de ahorro es igual al volumen de estos depósitos que el sistema bancario puede y quiere crear.» [Ibíd., vol. 5, p. 129. -Ed.] [p. 139]. La misma afirmación esencialmente se hace en la página 413 del artículo de Keynes en el *Economic Journal*, referente a la determinación del precio de los «activos no líquidos» que, como sabemos, es solo otro nombre para su concepto de «valores». Pero en la p. 253 [ibíd., vol. 5, p. 226 -Ed.] [p. 223] se dice que «cuando el precio de los valores sube, es probable, pero no necesariamente, que ello estimule una subida en el nivel de precios P' de los nuevos bienes de inversión», y en la p. 249 [ibíd., vol. 5, p. 222 [219-220]. -Ed.] la siguiente afirmación: «Ni tampoco el precio de los valores existentes depende estrechamente y a corto plazo ni del coste de producción ni del *precio* de los nuevos bienes de capital que se producen» (la cursiva es mía). Este último pasaje es el más destacable a la vista del hecho de que en las secciones que tratan del efecto del tipo bancario sobre la inversión se consideraba solo el efecto sobre la producción de capital fijo, exclusión hecha de las demás clases de bienes de inversión (p. 202) [ibíd., vol. 5, p. 180. -Ed.] [pp. 182-183].

nuevos) está determinado únicamente por la propensión del público a «atesorar dinero».

Si aceptamos ambos supuestos: la dependencia de la demanda de valores respecto a los precios actuales y el poder del sistema bancario para determinar el volumen de depósitos de ahorro, entonces la conclusión que se sigue no admite dudas. Pero los dos supuestos son altamente cuestionables.

En cuanto al primero, solo se necesita decir que cualquier caída en el precio de los valores puede dar lugar tanto a una expectativa de descenso como de alza en el futuro. El segundo es más difícil de refutar, porque, hasta donde yo alcanzo, el señor Keynes se ha limitado a afirmarlo sin realizar intento alguno de ofrecer pruebas. Todo depende del supuesto (que, curiosamente, recuerda bastante al principio que inspiraba a la vieja escuela bancaria) de que la cantidad de dinero (o depósitos) necesarios para la circulación industrial se determina con independencia de las condiciones en las que el sistema bancario presta el dinero, de forma que cualquier exceso de depósitos creados por el sistema es «atesorado», mientras que en caso contrario los fondos previamente «atesorados» acudirán a cubrir la diferencia, de manera que la circulación efectiva está siempre determinada por las necesidades de la industria y no le afecta la política de crédito bancario.³² Pero esta posición no es solamente tan insostenible que apenas necesitamos probarlo; es también una curiosa contradicción con otra parte del argumento del señor Keynes. ¿Qué puede hacer el sistema bancario para mantener la cifra de depósitos constante si el público se torna alcista, y reduce sus depósitos de ahorro para comprar valores? Ciertamente una reducción del tipo de interés servirá solo para estimular el movimiento alcista, y ¿cómo podría ejercer influencia sobre la inversión el sistema bancario si todos los depósitos que crea en exceso de los que se requieren por la industria se convierten en inactivos?

³² La suma de depósitos inactivos o atesorados que se mantienen realmente se determina por el sistema bancario, puesto que es igual al exceso del dinero bancario creado sobre el que se necesita como depósitos activos. Véase J.M. Keynes, «A Rejoinder», cit., p. 413. Ver también pp. 414, 415 y 419.

Toda la nebulosa que envuelve esta parte del argumento en torno al sistema bancario se hace todavía más espesa cuando Keynes discute la función de los bancos como intermediarios en una situación en la que «unos son partidarios de tener más depósitos que antes y otros prefieren tener valores».³³ El sistema bancario puede hacer esto «creando depósitos no contra valores sino contra préstamos a corto plazo».³⁴ Ahora bien, para considerar solo un caso en el que, de acuerdo con Keynes, tiene lugar un incremento en los depósitos de ahorro a costa de la circulación industrial, por ejemplo una elevación anormal en los depósitos de ahorro acompañada de una elevación en los precios de los valores, esto puede ser indicativo de una *diversidad* de opiniones respecto a las expectativas de precios de los valores, de manera que los «alcistas» deciden comprar valores endeudándose a través del sistema bancario con los bajistas que hacen lo contrario.³⁵ No estoy seguro si, llegado a este punto, lo que Keynes tiene *in mente* es que los bancos vuelvan a prestar esos «depósitos de ahorro» como una especie de «préstamos por cuenta de otros», o si piensa que el incremento en los «depósitos de ahorro» lleve a los bancos a conceder préstamos por su propia cuenta a los especuladores. Pero sea lo que sea, no puedo ver cómo esta clase de proceso, al final, disminuye la cantidad de depósitos activos. Mientras la preferencia de unos por los depósitos de ahorro se corresponda con la de otros por los préstamos para adquirir valores, cualquier incremento en los depósitos inactivos, implicado en esta clase de proceso, *no* significará una disminución correspondiente en los depósitos activos.

En su conjunto, esta discusión de la relación entre las circulaciones industrial y financiera sirve para poco más que para demostrar que cualquier incremento en los depósitos inactivos a costa de los depósitos activos conducirá a un exceso del ahorro sobre la inversión y que estos cambios se verán probablemente

³³ *Treatise* (1930), vol. 1, pp. 143,151. [*The Collected Writings...*, vol. 5, p. 129. -Ed.] [p. 139].

³⁴ *Ibíd.* [*Ibíd.* -Ed.]

³⁵ *Treatise* (1930), vol. 1, p. 251. [*The Collected Writings...*, vol. 5, p. 224. -Ed.] [p. 221].

afectados por variaciones en las expectativas sobre el curso de los precios de los valores en el futuro, resultado que no tiene nada de sorprendente. Lo que Keynes dice además de esto (en particular su *obiter dictum* sobre los deberes del banco central)³⁶ está tan estrechamente relacionado con las oscuridades ya citadas que apenas es posible saber lo que quiere decir.

El «factor de bajista excesivo» discutido en esta sección es la última de las diferentes causas que producen la «misteriosa diferencia entre el ahorro y la inversión» que el señor Keynes discute. El último gran tema de su análisis teórico que discutiremos aquí es la interacción de estos factores durante el ciclo del crédito. Antes de volver sobre este problema, debo hacer algunas precisiones sobre un asunto que es mejor considerar aquí que en cualquier otro lugar de estas Reflexiones.

XVI

El tema en cuestión se refiere a una afirmación tan extraordinaria que, si no estuviera tan clara y por escrito en el libro, uno no se creería que Keynes hubiera podido llegar a hacerla. Dentro de los ejemplos históricos que se manejan en el Volumen II, dedica toda una sección a lo que llama la «paradoja de Gibson», es decir «la extraordinaria y estrecha relación durante un periodo de más de cien años entre el tipo de interés, medido por la rentabilidad de la Deuda Pública, y el índice de precios al por mayor».³⁷ El señor Keynes reprocha a los economistas, en general, el no haber caído en la cuenta de la significación de este fenómeno y les insta a que verifiquen esta teoría. Sin su teoría, sostiene, es imposible dar una explicación de este fenómeno, en particular a causa del «conocido teorema de Fisher respecto a la relación entre el tipo de interés y la tasa de apreciación (o depreciación) en el

³⁶ Ibid., pp. 254-256. [Ibid., pp. 227-228. -Ed.] [pp. 225-226].

³⁷ *Treatise* (1930), vol. 2, p. 128. [*The Collected Writings...*, vol. 6, p. 177 [345 ss]. A.H. Gibson identificó una elevada correlación entre los tipos de interés y el nivel de los precios en su trabajo «The Future Course of High Class Investment Values», *The Bankers, Insurance Managers, and Agents Magazine*, enero de 1923, pp. 15-34 -Ed.]

valor del dinero».³⁸ De acuerdo con este teorema, nos dice, debíamos esperar que sucediera justo lo contrario. Seguramente esto no es más que una falacia, porque se puede demostrar fácilmente que la pretendida paradoja no es sino un ejemplo del teorema del Profesor Fisher.

En el caso de una suma de dinero tomada a préstamo hoy y que debemos devolver dentro de un año, el señor Keynes cree que «si el tipo de interés real es el 5 por ciento al año y el valor del dinero está cayendo al 2 por ciento, el prestamista pedirá que le devuelvan 107 por los 100 prestados hoy.³⁹ Pero los movimientos sobre los que el señor Gibson llama la atención, lejos de ser compensatorios, agravan, de hecho, la relación entre prestamista y prestatario. Por tanto, el comprador de valores a largo plazo, si los precios se elevan al 2 por ciento cada año, tendrá dentro de un año una suma de dinero que vale un 2 por ciento menos en términos monetarios y se encontrará un 4 por ciento peor que antes. Ahora bien, esto es exactamente lo que podía esperarse de acuerdo con el teorema de Fisher, porque, en el caso de los valores a largo plazo, una venta antes de su vencimiento no es lo que se dice el cumplimiento de un contrato en el que su propietario, como prestamista, esté en condiciones de pedir por anticipado una compensación por la caída en el valor del dinero, *sino que, al contrario, el comprador está en la posición de un prestamista que (puesto que la cantidad a amortizar está dada) ofrecerá menos si espera que el valor del dinero descenderá*. Solo si el tenedor actual, al tiempo que compró el valor, prevé una caída en el valor del dinero (y si encuentra alguien que también lo prevé y está dispuesto a vender), sería entonces capaz de ofrecer menos por un valor que representa el derecho a una cantidad fija de un dinero que se va a depreciar. Pero encuentro absolutamente imposible entender por qué van a esperar, como hace Keynes, que un tenedor de valores de renta fija ha de estar en posición de pedir más interés por su dinero cuando el valor de este desciende. La

³⁸ *Treatise* (1930), vol. 2, p. 202. [*The Collected Writings...*, vol. 6, p. 181 [349]. Para más referencias a Fisher, véase en este volumen, cap. IV, nota 8. -Ed.]

³⁹ [*The Collected Writings...*, vol. 6, p. 181 [349]. -Ed.]

paradoja de Gibson no es, por lo tanto, una paradoja y no prueba nada a favor de la teoría de Keynes.⁴⁰

XVII

Dentro de los límites que impone este artículo es imposible analizar, con el mismo detalle con el que han sido discutidos los conceptos fundamentales, el último de los temas que quiero tratar, el ciclo del crédito. Es natural que cuando se intenta utilizar todos esos conceptos como herramientas apropiadas al objeto para el que se construyeron, todas las dificultades que se han señalado no solo reaparecen sino que se incrementan. Demostrar con detalle cómo afecta esto a los resultados requeriría una discusión mucho más extensa de las secciones respectivas del *Treatise* que se ocupan de este tema. Lo máximo a lo que podemos aspirar es a tratar algunos puntos esenciales y dejar a un lado no solo los problemas más difíciles que resultan de combinar todas las dificultades ya señaladas, sino también algunos de los principales problemas relacionados con el tradicional concepto inglés del capital, en particular la distinción entre capital fijo y circulante a la que se ha concedido tanta importancia y que exigiría un artículo separado.

El primer punto que tiene que sorprender a cualquier lector familiarizado con los escritos de Wicksell y lo que el señor Keynes llama la escuela «neo-wickseliana» es la poca utilización que, a la postre, hace el autor de los efectos de un desequilibrio monetario en la inversión *real* que tanto trabajo le costó elaborar. En realidad, en lo único en que está realmente interesado es en los desplazamientos de las corrientes monetarias y en las variaciones consiguientes en los niveles de precios. Parece que nunca se le ha ocurrido que los estímulos artificiales a la inversión que la llevan a exceder del ahorro corriente pueden causar un desequilibrio en

⁴⁰ Mientras leía las pruebas de este artículo me di cuenta de que el mismo profesor Fisher, en su nueva *Theory of Interest* (Nueva York: Mcmillan, 1930; reimpresso, Porcupine Press, 1977), pp. 417 y ss, utiliza los mismos datos de Gibson que usó Keynes como prueba que confirma su teoría.

la estructura real de la producción, que tarde o temprano tiene que provocar una reacción. Como otros muchos que sostienen una teoría puramente monetaria del ciclo económico (como el señor R.G. Hawtrey en este país y el Dr. L.A. Hahn en Alemania),⁴¹ parece creer que, si la organización monetaria existente no lo hiciera imposible, la expansión podría continuar de modo indefinido. Aunque el término «supercapitalización» aparece una y otra vez, sus consecuencias no han sido exploradas más allá de su primera conclusión, según la cual, mientras la renta total menos el ahorro sea superior al coste de producción de los bienes de consumo disponibles (porque la inversión excede al ahorro), el nivel de precios tenderá a elevarse.

En la explicación del ciclo que da el señor Keynes, la característica principal de la expansión no es el incremento de la inversión sino el aumento de los precios de los bienes de consumo y el beneficio que esto procura. La inflación directa del consumo da lugar a un auge que es tan efectivo como el que provocaría un exceso de la inversión sobre el ahorro. Esto es coherente con la defensa que hacía, en sus conferencias radiofónicas,⁴² de la estimulación directa del consumo, en la misma línea sugerida por otros teóricos del subconsumo* como Abbati, Martin, y Foster y Catchings,⁴³ porque en su teoría los efectos del dinero barato y el incremento de los gastos de los consumidores son la misma cosa.

⁴¹ [Para más referencias a Hawtrey, véase cap. IV, nota 17. Albert Hahn (1889-1968) fue un teórico alemán del ciclo económico autor de *Volkswirtschaftlichen Theorie des Bankkredits* (Tubinga: Mohr, 1920, 3.ª edición 1930). -Ed.]

⁴² Véanse sus *Essays in Persuasion*, 1931, pp. 148 ss. [Las charlas radiofónicas «Saving and Sending» se recogen en *The Collected Writings...*, vol. 9 (1972), pp. 135-141. -Ed.]

* Hayek dice textualmente: «by other purchasing-power theorists», que literalmente traducido podría no reflejar exactamente que se refiere a una deficiencia del poder de compra. En la literatura sobre el ciclo económico las teorías basadas en ese fenómeno son las teorías del subconsumo. [N. del T.]

⁴³ [Alfred H. Abbati (1885-?) fue el autor de *The Unclaimed Wealth: How Money Stops Production* (Londres: Allen & Unwin, 1924) y *The Final Buyer* (Londres: P.S. King, 1928). Para más referencias a P.W. Martin ver cap. II, nota 22. William Trufant Foster (1879-1950) fue economista y director de la Pollak Foundation for Economic Research, y Waddill Catchings (1879-1967), economista, banquero y abogado americano, fundador de la Pollak Foundation. Para más referencias a Foster y Catchings véase el capítulo II de este volumen. -Ed.]

Puesto que, según esta teoría, el exceso de la demanda de los consumidores sobre el coste de la producción de bienes de consumo es lo que da lugar a la expansión, esta solo subsistirá mientras la demanda vaya por delante de la oferta y finalizará cuando la demanda cese de incrementarse o cuando la oferta estimulada por beneficios anormales alcance a la demanda. Entonces los precios de los bienes de consumo caerán por debajo de sus costes y la expansión llegará a su fin, aunque esto no conducirá necesariamente a la depresión. Sin embargo, en la práctica, aparecen tendencias deflacionarias que tienden a invertir el proceso.

Tal creo yo que es, a grandes líneas, la explicación que da Keynes del ciclo económico. En esencia, no es solamente bastante simple, sino mucho menos original de lo que el autor supone, aunque, eso sí, mucho más complicada en los detalles de la exposición. A mí, no obstante, me parece que adolece de las mismas deficiencias que todas las demás teorías del ciclo económico basadas en el subconsumo, aunque estén menos elaboradas.

Las principales objeciones a estas teorías —sobre las que no puedo entrar en detalle y pido disculpas por dirigir al lector a otros trabajos en los que me ocupo de ello—⁴⁴ me parece a mí que son tres: *Primera*: Que el incremento original de la inversión solo puede mantenerse mientras sea más rentable incrementar la producción de bienes de capital que impulsar al alza los precios de los factores de producción en un esfuerzo de satisfacer los incrementos en la demanda de bienes de consumo. *Segunda*: Que el incremento en la demanda de bienes de consumo, si no viene acompañado por un incremento en la cantidad de dinero disponible que dé un nuevo impulso a la inversión, conducirá a su disminución a causa de los efectos sobre precios de los factores de la producción. *Tercera*: Que una vez que el proceso de inversión ha comenzado y se ha hecho poco rentable, como resultado del incremento en los precios de los factores de la producción que lo interrumpen, esto, por sí mismo, es causa suficiente para producir un descenso de la actividad económica general y del empleo (en resumen, una depresión), sin necesidad de acudir como causa

⁴⁴ Véase mi *Prices and Production*, cit., y «The “Paradox” of Saving» [«La “paradoja” del ahorro», cap. II de este volumen].

que lo explique a la deflación monetaria. En la medida en que la deflación se produce —como puede suceder debido a este cambio en las expectativas de la inversión—, se trata de un fenómeno secundario o inducido por otro más fundamental, un desequilibrio real que no puede ser resuelto mediante más inflación sino solamente mediante un proceso largo y penoso que reajuste la estructura de la producción. Keynes, en ocasiones, parece vislumbrar el carácter alternativo que tienen la producción de los bienes de inversión y la producción de bienes de consumo,⁴⁵ pero no sigue por esa línea y, en mi opinión, esto es lo único que hubiera podido llevarle a dar una explicación de la crisis. Pero no es sorprendente que fracase en su intento, desde el punto y hora en que las herramientas que ha creado para tratar el problema no son las apropiadas para vérselas con este tipo de relaciones. Realmente es imposible alcanzar ese objetivo con sus conceptos de «capital» e «inversión» sin tener una noción clara de lo que representan los cambios en la *estructura capitalista de la producción* que tienen lugar al pasar de unas a otras, más o menos intensivas en el uso del capital. Una crítica apropiada de la explicación del ciclo económico del señor Keynes exigiría una descripción detallada de este proceso. Esto es lo que he intentado hacer en los trabajos a que me referí antes. Todo lo que trataré de hacer aquí será explicar con más detalle los tres puntos ya mencionados.

XVIII

De la réplica que el señor Keynes hace a estas Reflexiones⁴⁶ más deduzco que él considera que lo que yo he llamado variaciones

⁴⁵ Por ejemplo, cuando dice (p. 289) [*The Collected Writings...* vol. 5, p. 259. -Ed.] que el incentivo para aumentar la producción de bienes de capital disminuirá tanto como aumente el de la producción de bienes de consumo, o de nuevo en el pasaje al comienzo de la p. 310 [ibíd., vol. 5, p. 278. -Ed.] que claramente implica que es la producción más rápida, y por tanto menos intensiva en capital, de bienes de consumo, la que se ha hecho relativamente más rentable a consecuencia del alza de sus precios relativos.

⁴⁶ Véase J.M. Keynes, «The Pure Theory of Money: A Reply to Dr. Hayek» [en este volumen, cap. IV].

en la estructura de la producción (aumento o disminución del periodo medio de producción) es un proceso de largo plazo que podemos dejar a un lado en el análisis de un proceso de corto plazo como es el ciclo económico. Me temo que esto prueba que el señor Keynes no se ha dado cuenta todavía de que cualquier variación en la cifra de capital per cápita es equivalente a una variación en la duración de los procesos indirectos de producción y que la variación de esta cifra a lo largo del ciclo económico prueba mi afirmación.⁴⁷

Cualquier incremento en la inversión significa que, en promedio, se necesita un periodo más largo de tiempo entre el momento en que se aplican los factores de producción y la terminación de ese proceso. Lo que importa en esto es que el alargamiento de este proceso no tiene lugar solamente cuando la inversión está en ejecución, sino que será así en el futuro si la inversión se mantiene y no se destruye; es decir, la inversión *total* (nueva y la de reposición) tendrá que ser constantemente mayor de lo que era antes. Pero si el incremento de la inversión no es consecuencia de una decisión voluntaria de reducir el nivel de consumo posible, no hay razón alguna por la que deba ser permanente y el incremento en la demanda de consumo que el señor Keynes ha descrito llegará a su fin tan pronto como el sistema bancario cese de suministrar los créditos baratos adicionales que han hecho posible esa inversión. De aquí su exclusiva insistencia en las nuevas inversiones y su descuido del proceso de reinversión, que es lo que le hace olvidar el hecho de que un incremento en la demanda de bienes de consumo no solo tenderá a detener la inversión, sino que puede hacer inevitable la reordenación de toda la estructura productiva, lo que implicaría perturbaciones considerables y haría imposible, temporalmente, emplear a toda la fuerza laboral.

Mientras la elevación en el precio de los bienes de consumo sea más pequeña que la de los precios de los bienes de inversión debido a la continua expansión del crédito, el auge cíclico continuará. Pero tan pronto como la elevación de aquellos supere a la de los últimos, no se podrá decir con certeza que la «fase expansiva

⁴⁷ Ver *Treatise*, vol. 2, capítulos 27-29.

del ciclo ha hecho aparición»,⁴⁸ sino todo lo contrario, ése será un periodo de descenso en la inversión,⁴⁹ todo lo cual induce a pensar que es el descenso en la producción de bienes de inversión y no la imposibilidad de vender bienes de consumo a precios que cubran sus costes lo que caracteriza el comienzo de la depresión. Realmente la experiencia de todas las depresiones, y especialmente de la actual, es que las ventas de bienes de consumo se han mantenido durante bastante tiempo después de la crisis, las industrias que producen bienes de consumo son las únicas que prosperan o incluso son capaces de absorber y rentabilizar el nuevo capital durante las depresiones. El decrecimiento del consumo es solo el resultado de la caída del empleo en las industrias pesadas, y puesto que el incremento de la demanda en los bienes de consumo fue lo que hizo perder rentabilidad a las industrias de inversión, al empujar al alza el precio de los factores de producción, solo reduciendo estos precios podremos restablecer el equilibrio.

Si el problema real es que la proporción que los empresarios deciden que no esté disponible para el consumo es demasiado grande respecto a lo que los consumidores exigen que esté disponible y por lo tanto la producción de bienes de capital tiene que reducirse, entonces ciertamente el paro resultante se debe a causas más profundas que la mera deflación y solo puede remediarse mediante la reducción del consumo, de forma que las decisiones de unos y otros coincidan, pues, de no hacerlo, la alternativa sería retornar a métodos de producción menos intensivos en el uso de capital que, a la postre, reducen la producción total y el nivel de vida. Yo no niego que durante un proceso depresivo de esta naturaleza,

⁴⁸ *Treatise* (1930), vol. 1, p. 283 [*The Collected Writings...* vol. 5, p. 254. -Ed.] [p. 245].

⁴⁹ Algo similar a esto parece que está sucediendo en estos momentos en Rusia, donde después del gravamen impuesto por el Plan Quinquenal sobre los consumidores, todo esto empezó a encontrarse intolerable y las autoridades han decidido modificar sus planteamientos y acelerar la producción de bienes de consumo. No debería haber sorprendido que esto hubiera conducido al paro igual que en la sociedad capitalista, y de hecho, si me han informado correctamente, esto ya ha tenido lugar. No obstante, no se refleja en las cifras de paro, sino del número de los que allí se denominan trabajadores no susceptibles de empleo, puesto que los trabajadores solo son despedidos si se consideran ineficientes.

de ordinario, se manifiestan tendencias a la deflación; en especial este será el caso cuando la crisis provoca quiebras frecuentes y aumenta así el riesgo de la concesión de créditos. Pero esto puede empeorar seriamente si se intenta artificialmente mantener el poder de compra y se retrasa el proceso de ajuste como probablemente ha sucedido en la crisis actual. Esta deflación, no obstante, es un fenómeno secundario, en el sentido de que está producida por la inestabilidad en la situación real y la situación persistirá mientras las causas reales no sean atajadas. Cualquier intento de combatir la crisis mediante la expansión del crédito afecta a los síntomas, no a las causas reales, y no hará otra cosa que diferir el reajuste real inevitable. No es difícil de entender, a la luz de estas consideraciones, por qué la política monetaria permisiva que se adoptó inmediatamente después de la crisis de 1929 no tuvo efecto alguno.

Desafortunadamente, el señor Keynes, como otros muchos economistas, solo parece interesado en estas complicaciones de carácter secundario. Esto no quiere decir que él no haya hecho sugerencias de gran valor para tratar estas complicaciones secundarias. Pero, como indiqué al comienzo de estas Reflexiones, su falta de consideración de los fenómenos reales le ha impedido dar una explicación satisfactoria de las causas profundas de la depresión.