Luis Mata Mollejas

ESQUEMAS MACROECONÓMICOS

Caracas, 2004

© FONDO EDITORIAL FINTEC, 2004
Administrado y Distribuido por:
FUNDACIÓN LA CASA DE BELLO
Mercedes a Luneta. Parroquia Altagracia
Apartado Postal 134. Caracas. Venezuela
Teléfonos: 562.73.00 - 562. 74.04
Fax: (58-212) 562.70.74

ISBN: 980-214-181-X
Hecho el Depósito Legal: lf60520043302722

Composición y paginación electrónicas:
ANAUCO EDICIONES, C.A.

Impresión:
ANAUCO EDICIONES, C.A.

Agradecimientos

Sary Levy, Ángel García y María Elena Ayuso, hicieron una atenta lectura y llamaron la atención sobre diversos aspectos que permitieron llegar a la presente versión. José Gregorio Moreno, recavó la información estadística. Glérida Moya tuvo a su cargo la trascripción y cuidadosa edición que el lector tiene en sus manos. A todos ellos mi profundo agradecimiento; siendo de rigor señalar que las erratas que pudieran subsistir son de mi exclusiva responsabilidad.

L.M.M.

Preámbulo

"Nothing human endures for ever: economics is a science of society and must change with the changes thereof" W. Stark

Existe un relativo consenso en denominar *"Macroeconomía"* al estudio de la producción, de la distribución de bienes y servicios, de la acumulación y del financiamiento necesarios para el crecimiento, y de la variación de su ritmo, del intercambio entre las naciones y de la influencia del Estado sobre los anteriores procesos y de su capacidad para enfrentar los problemas relacionados: inflación y desempleo, para, eventualmente, formular recomendaciones de política.

Pero la complejidad del Sistema Económico ha obligado a los diversos autores a establecer simplificaciones privilegiando algunas interacciones de los procesos y a adoptar premisas o peticiones de principios para facilitar, al cabo de un proceso de inferencia, la adopción de decisiones políticas encaminadas a acentuar o a corregir las tendencias y los desvíos coyunturales de los niveles deseables de bienestar social.

Por ello los disensos existentes, visibles sobre todo en las recomendaciones políticas, nos obliga a conocer las teorías y modelos que las fundamentan; pero encontrando necesario resaltar la discusión relativa a los procesos financieros desde el ángulo macroeconómico y destacar la influencia de las relaciones internacionales como el contexto natural de reflexión, nos permitimos presentar a la consideración de los colegas y

alumnos de la Universidad Central de Venezuela una visión esquemática de la evolución de los modelos más influyentes en la política, con una formalización mínima y homogénea[1], dentro del contexto de las circunstancias históricas que rodearon a los diversos autores para explicitar así, algunos de los condicionantes sociopolíticos, que se incorporaron a la lógica explicativa.

Por ello, no escapara a la presentación de la visión contemporánea, que denominamos *"macroeconomía financiera"*, la presencia de los condicionantes del siglo que se inicia, denominados *"globalización y hegemonía financiera"* y de sus efectos sobre la política; entre los cuales destacamos la marcada disminución de la influencia de las acciones del Estado Nación y la necesidad de avanzar en los procesos de integración económica, como fase conformadora de nuevas instituciones en espacios continentales, para el control de la volatilidad de las variables financieras, como respuesta a la búsqueda de mayores niveles de satisfacción social.

La presentación del texto se hace en nueve capítulos cuya secuencia permite seguir la evolución temporal de la discusión teórica y metodológica centrada en los cambios o mutaciones que ha soportado la moneda -como elemento esencial del sistema capitalista y su influencia en el desenvolvimiento económico- desde la versión inicial de moneda mercancía, hasta su característica actual de activo/pasivo financiero, pa-

---

1 En éste sentido se intenta seguir la recomendación de Marshall al referirse al uso de las matemáticas en la economía: *"Asegurarse de que se cuenta con un número de premisas suficiente, y solo suficiente, para las conclusiones, es decir que sus ecuaciones no son más, ni menos en número que sus incógnitas"*. (Marshall, *"Principles"*, prefacio a la primera edición). También se acepta que los referentes matemáticos son objetos abstractos sin contenido empírico y que la correspondencia con los elementos sociales se admite bajo el supuesto de isomorfismo (Harsanyi, 193. "Mathemátics, the Empirical Facts and Logical Necessity" Erkenntnis, 19, pp. 167-92).

sando por la moneda fiduciaria. Los capítulos en referencia son: La Política y la Economía; La Visión de la Ortodoxia Liberal; La Revolución Keynesiana o La Economía Monetaria; La Integración del Dinero al Equilibrio Walrasiano; La Extensión Temporal del Pensamiento Keynesiano; La Fundamentación Microeconómica del Equilibrio General; La Macroeconomía Financiera; Aproximación a la Macroeconomía Aplicada y El Carácter Preventivo de la Política Financiera.

Caracas, junio de 2004

Capitulo I

La Política y la Economía

"El todo es más que la suma de las partes"
Aristóteles.

"...fragmentar todo problema en tantos elementos simples y separados como sea posible".
Descartes.

1. Introducción: Las Transformaciones Sociales y la Evolución Teórica

La economía, como todas las ciencias, en particular las sociales, muestra en su evolución visiones que se circunscriben, limitan o asocian, a lapsos históricos concretos; y, sólo en virtud de la acumulación de conocimientos, como resultado del análisis, comienza un trabajo de sistematización que conduce a intentos de explicaciones generales o teorización. La elaboración de esos esquemas ha estado acompañada de polémicas metodológicas y de delimitación con otras disciplinas, desde el origen o cuerpo filosófico común en la antigüedad helénica.

En efecto, Aristóteles dividió el estudio de las actividades del ser humano en tres ramas: actividad y conducta individual *(ética)*; actividad en familia *(economía)* y actividad en la ciudad *(política)*. El estudio de la adquisición de riquezas o *"crematística"* formaba parte de la economía; pero al considerar la economía como una actividad familiar, se condena el colocar dinero para ganar intereses, el percibir salarios y el comercio o intercambio lucrativo.

A partir del siglo XII, en plena gestación de los Estados Nacionales, la producción y la acumulación de riqueza dejan de ser asuntos exclusivos de la familia, por lo cual el estudio de la economía se extiende a la ciudad, al Estado y a la Nación. La economía aristotélica o familiar se transforma en *"economía política"* con fuerte incidencia social, a partir de la definición de Antoine de Montchrestien *(1615).* Los ecos de esta transformación aun persisten; reconociéndose plenamente la existencia de una interacción entre las transformaciones sociales (institucionales) y la teorización. Así, los historiadores de las ideas y de los hechos económicos, presentan cinco períodos claves, establecidos con referencia a los años 1300, 1750, 1870, 1930 y 1970.

En el periodo 1300-1750, época del desarrollo comercial, se sintetizan las reflexiones sobre la moneda mercancía (Nicolás de Oresme - 1355) la estadística (Fray Luca Pacciolli - 1494 y William Petty - 1674), los conceptos de oferta, demanda, y utilidad; los esbozos de la teoría cuantitativista (Tomas de Mercado, Luis Molina , Juan de Lugo y Martín de Azpilicueta en la Escuela de Salamanca o de la Escolástica Tardía); se destaca la importancia del enriquecimiento monetario, del comercio exterior, de la fiscalidad y de la producción nacional (Mercantilismo: Jean B. Colbert,1619-1683; Pedro Navarrete - 1621; Francisco Martínez de la Mata: Memorial - 1650); se revisan las ideas contra la usura y se discute el origen del excedente económico destacando la importancia de la circulación económica o flujos y de un orden natural (Fisiocratismo: Francois Quesnay - Le Tableau Economique; 1758).

En el periodo 1750-1870, bajo la influencia del pensamiento newtoniano y del desarrollo industrial, y a partir del trabajo de Adam Smith (La Riqueza de las Naciones - 1776)

se hace énfasis en el análisis de *la oferta* o de la producción, se distingue la distribución de la renta entre costos y beneficios y se postula la neutralidad de la moneda mercancía y los beneficios del libre cambio; denominándose *"clásicos"* al conjunto de autores del periodo, que incluyen a David Ricardo (1772-1823), a J. B. Say (1776-1832) y a John S. Mill (1806-1873) por un lado y a Robert Maltus (1766-1834) y a Karl Marx (1818-1883) desde el ángulo crítico[1].

Entre 1870 y 1930, bajo la influencia del desarrollo de las ciencias naturales, en particular de la mecánica, ocurre el tránsito del análisis con énfasis en la producción, u *oferta*, al análisis con preocupación central por la distribución del ingreso y de su gasto o *demanda*, dentro del espacio nacional y del establecimiento de relaciones explicativas, sobre la base del ajuste de los precios, destacándose el razonamiento en términos de *equilibrio* de los mercados (general y parcial) en la Escuela de Lausanne (León Walras, 184-1910 y Vilfredo Pareto 1848-1923) y en la Escuela de Cambrigde (Alfred Marshall 1842-1924). Casi simultáneamente, el paso al análisis entre dos o más posiciones de equilibrio, o transformación de la reflexión estática en dinámica, para describir el proceso de cambio, requerirá de los conceptos ex-ante y ex-post aportados por la Escuela de Estocolmo. Este conjunto de ideas y de procedimientos analíticos, que denominamos *"pos clásico"*, constituirá el cuerpo teórico con mayor aceptación académica hasta las tres primeras décadas del siglo XX.

---

1 Los clásicos postulan la armonía social y equilibrios naturales y los críticos destacan las contradicciones sociales que niegan la consecución de tales equilibrios y armonías. En efecto, la Escuela Clásica centra su análisis en el concepto de excedente económico. La inversión persigue una tasa de beneficio máxima, al tiempo que los costos de producción (bajo el supuesto de rendimientos decrecientes) originan su mercado; alcanzándose un equilibrio natural (a la larga estacionario). El dinero, de origen exógeno, es neutro. Así la idea de equilibrio excluye la de crisis; salvo las perturbaciones temporales autorregulables.

El sub período comprendido entre 1880 y 1930 se caracteriza por la aparición de crisis financieras asociadas a los conflictos bélicos entre los países europeos y a la caída de los precios por el aumento de la competencia y el aumento de los salarios por la presión sindical. En estas condiciones las preguntas inquietantes pasan de las explicaciones sobre las perturbaciones de los equilibrios, a las del menor crecimiento, asociado a los rendimientos decrecientes; lo cual fue interpretado por los seguidores de Marx o *"neo marxistas"* como el advenimiento de la crisis capitalista final.

Como primera reacción del frente liberal se proponen visiones que destacan la incidencia de factores monetarios, (negando su neutralidad y su exogeneidad), se hacen referencias a las imperfecciones en los mercados, y se redescubren aplicaciones a las ideas de flujos, proporcionando explicaciones dinámicas, como hace Schumpeter. Pero el autor con mayor influencia en el periodo es J. M. Keynes (1936), quien introduce una explicación dinámica (el multiplicador) mediante el ajuste de las cantidades, con precios predeterminados, aunque la mayor difusión de sus ideas se basará en la interpretación que hiciera Hicks (1937) con el modelo IS-LM.

En el curso de la discusión de los aportes keynesianos, sobre la base de que el problema más importante era el de proporcionar un nivel alto de empleo en forma estable dentro de la nación, se obtendrán hitos de importancia de la polémica entre las Escuelas del Cambridge norteamericano y del inglés, y de los aportes relativos al crecimiento de los llamados modelos de Harrod y Domar elaborados entre 1939 y 1960.

A partir de la postura keynesiana, que consideramos una *divisoria de aguas* del pensamiento económico, denominaremos *"neo clásicos"* a los autores que conservan hipótesis re-

levantes de la visión ortodoxa liberal y cuya obra haya aparecido después de 1936, y *"neo keynesianos"* y *"pos keynesianos"* a los autores enraizados en Keynes, o herederos de la heterodoxia liberal, que resaltan la endogeneidad de los procesos financieros.

Con posterioridad a 1971, bajo la influencia de la globalización, de la hegemonía financiera y de los procesos *"integracionistas"*, en particular del europeo, ocurre la abolición de la moneda mercancía (1971). Las persistentes crisis financieras que le siguen, y el estancamiento con inflación, estimulan una revisión del pensamiento teórico y de los paradigmas metodológicos, en donde no es de menor importancia las transformaciones en el instrumental matemático y econométrico (la no-linealidad) que apoya la búsqueda de coherencia entre la teorización y las circunstancias coyunturales, a nivel planetario.

Pero, vista en retrospectiva, esta evolución presenta diversos problemas para caracterizar lo que hoy denominamos ciencia o teoría económica[2], por lo cual el examen de éste asunto lo asumimos en los epígrafes relativos al cientificismo, a la inferencia, a la teorización, a la especificidad de la economía entre las ciencias sociales, a la visión dinámica y a las vinculaciones con la política.

2. La Relación con el Cientificismo.

Los procedimientos científicos presuponen la repetición y la reproducción de los fenómenos. A partir de allí se definen conceptos, se realizan mediciones para verificar sis-

---

2 Una discusión que no abordaremos es la relativa a los condicionantes de la sustentabilidad del crecimiento económico, atendiendo a las limitaciones físicas del planeta. Supondremos, implícitamente, que las innovaciones tecnológicas resolverán el problema.

temáticamente las predicciones resultantes de la teoría. Toda anomalía provoca un ajuste teórico y si fuese necesario, la construcción de un nuevo paradigma. Así, se denomina conocimiento científico a las afirmaciones obtenidas con procesos basados en los principios de *"racionalidad" y "rigurosidad"*. La *"racionalidad"* se refiere a la concatenación de ideas según leyes denominadas *"lógicas"*. En economía la *"racionalidad"* se extrae de postular relaciones (hipótesis) del tipo *"ponendo ponens"* o *"afirmando afirmo"*[3], las cuales pueden *"formalizarse"* o expresarse en términos matemáticos usando *"funciones"* o asociaciones de algunos acontecimientos (variables Y, o dependientes) con otros (variables X, argumentos o independientes). Se dirá que la función está definida si la asociación puede expresarse como un algoritmo de cálculo.

La *"rigurosidad"* se refiere a los procedimientos de investigación (observación sistemática para la contrastación de hipótesis o epistemología) y debe proporcionar en primer lugar, una exactitud cualitativa que pueda convertirse en exactitud cuantitativa cuando sea posible aplicar procedimientos matemáticos[4].

La *"rigurosidad"* y la *"racionalidad"* permiten calificar la inferencia o extracción de conclusiones al identificar los procedimientos usados. Así, los elementos centrales de la racionalidad en la ciencia económica están constituidos por los conceptos de sistema y de hipótesis, que permite llenar de

---

3 Otras reglas lógicas son *"tolendo ponens"* o *"negando afirmo"*, *"tolendo tolens"*, *"negando niego"* y *"ponendo tolens"* o *"afirmando niego"*.

4 En todo caso debe observarse que la *cualidad* es un rasgo de primer orden y que la cantidad lo es de segundo orden, pues no es más que la magnitud asociada a una cierta cualidad. El progreso epistemológico a menudo ayuda a pasar del primer orden al segundo orden; por ello no será válido al negar el calificativo de *"científico"* e investigaciones con resultados fundamentalmente cualitativos. Por lo contrario, una falta de rigor sería aplicar métodos cuantitativos a fenómenos que no lo requieren.

contenido fáctico las relaciones lógicas. Las hipótesis constituyen entonces conjeturas susceptibles de comprobación factual a través de métodos diversos; desde los discursivos hasta los estadísticos matemáticos.

Un problema central en la racionalidad es la interpretación de la causalidad, que en su origen implica regularidad, necesidad y suficiencia, en una asociación de prelación. Pero estas condiciones son difíciles de establecer en forma empírica si se admite que los fenómenos sociales, surgen de los sistemas, que se definen como conjuntos de elementos en interacción simultánea. Por ello la causalidad en economía es sólo hipotética o funcional y debe interpretarse, como aparición simultánea y no como condición de prelación de un fenómeno o evento sobre otro. Cabe destacar que la visión sistémica contemporánea no admite una lógica simple, puramente deductiva o inductiva, sobre la base de una causación lineal unidireccional. Para explicar la autocorrección, la regresión, la realimentación o retrocausación (circuitos recurrentes) se requiere una lógica dialéctica según la cual las partes interactúan debiendo ser comprendidas desde el punto de vista del todo y viceversa. *(Martínez, 2001).*

De lo anterior resulta que lo referente a la reproducción y repetición de los fenómenos, bajo la óptica de los ajustes de mercados, se asocie naturalmente con las ideas de equilibrio y de estabilidad – estacionariedad y de la preservación de ciertas regularidades en las relaciones de largo plazo. Los modelos de mercado resultan así cónsonos con la epistemología asociada a la matemática lineal y requieren el apoyo en fundamentos axiomáticos, *"exógenos"* como el rol que juega la *"racionalidad"* en la economía clásica.

Los economistas *"neo clásicos"* prolongan esta vía de investigación al adoptar y hacer explícitos tres supuestos básicos: racionalidad de los comportamientos de los agentes, equilibrio de los mercados y racionalidad de las anticipaciones, lo cual constituye una petición de principios. Por contraste, quienes destacan la persistencia de los desequilibrios, la frecuencia de las crisis, el carácter temporal (histórico) de las regularidades, como flujos, admiten una racionalidad contextualizada o relativa a un entorno institucional – procedimental y cambiante exógena o endógenamente, por lo cual hay un amplio margen para la incertidumbre que impide tener escenarios finales únicos. Esto nos lleva a examinar los límites de la inferencia

3. La Relación con la Inferencia y sus Límites.

La economía y las otras ciencias sociales, como señaló Auguste Comte, están destinadas para prever y manejar los procesos sociales en dirección y en intensidad. Se trata entonces de comprender y explicar para controlar las circunstancias y emprender acciones para el beneficio de una colectividad, aunque pueden haber perdedores individuales. Así la economía está alejada de la neutralidad social que se atribuye a las ciencias naturales o factuales.

Hemos empleado dos términos: *"entender" y "explicar"*, que si bien tienden a confundirse en el lenguaje común, en el científico implican acciones distintas. Explicar corresponde a descomponer, analizar, dividir en partes para establecer conexiones constantes entre eventos (datos) que se formularán como leyes (inducción). Entender o comprender es un proceso opuesto, pues se trata de unir, sintetizar, abarcar la indivisibilidad de los fenómenos, a partir de una descripción que puede incluir una secuencia diacrónica (histórica).

La economía usa ambos procesos en una síntesis metodológica (dialéctica) que le permite incluir en la validación de la teoría procedimientos estadísticos y descripciones históricas a juicio del investigador teorizador. Ésta síntesis metodológica tiene una característica básica. Al ser los datos históricos (aunque provengan de una encuesta) es limitada la experimentación que utilizan las ciencias naturales o factuales en el contraste empírico; por lo cual la asociación o inferencia causal, además de atribuida, debe hacer explícita la condición o hipótesis *"ceteris paribus"* o igualdad de otras condiciones. *Esto último limita la predicción a partir de la validación cuantitativa de un mundo cambiante por la acción de los agentes.* En otras palabras, con el uso de técnicas que relacionan pequeñas variaciones en las variables exógenas con pequeñas variaciones en las variables endógenas postulando la permanencia de tal interacción (razonamientos newtonianos-popperianos), sólo será confiable la previsión de corto plazo.

Cabe entonces resaltar que a la luz de la idea de sistemas y de la interacción que ello implica y de las matemáticas no lineales, como la empleada en las teorías del caos y de las catástrofes, se abren vías para inferencias atemporales, para el examen de las bifurcaciones y para la obtención de múltiples futuribles. En otras palabras, para establecer condiciones asociadas a la ocurrencia de eventos alternativos aunque sin precisar el momento de su advenimiento.

4. La Relación con la Teorización.

De acuerdo con Martínez[5] (1997: 211-241), el concepto de teoría está ligado a la raíz griega *"theos"* (dios, divinidad)

---

5 La teoría es una estructura conceptual, inteligible, sistémica para ordenar los fenómenos; o en otras palabras, un sistema de hipótesis, de fórmulas y leyes; de modo que su síntesis puede incluir desde lo plenamente conocido a lo meramente sospechoso (Martínez: 241).

y a la disciplina necesaria (arduo viaje) para alcanzar una manifestación divina (iluminación, conocimiento) para *"ver el mundo"*; entendiendo esto como interpretación-explicación. Así, una teoría, como ya se apuntó, es una concatenación lógica de ideas para entender y explicar la diversidad de fenómenos que se presentan en la realidad factual, social y humana. De allí que las teorías se obtengan imaginando (inventando, creando o postulando) un principio unificador referido o no a la experiencia[6]; siendo así que los juicios de verosimilitud serán siempre a posteriori.

Al ser toda teoría una construcción lógica que se apoya en axiomas o petición de principios (hipótesis básicas) para interpretar los cambios en los sistemas,[7] puede afirmarse: (a) que todas y cada una de ellas constituyen visiones provisionales que pueden incluso ser contradictorias y (b) que su validación será siempre *"relativa"* a la ausencia de contradicciones (coherencia interna) y a la contrastación con las circunstancias fácticas (verificación), que debe ser adecuada a la asociación postulada (coherencia externa).

En la economía, la búsqueda de *"coherencia interna"* se refleja en la existencia de diversas *"escuelas"*; básicamente cuatro: la visión clásica y derivados; las visiones criticas a

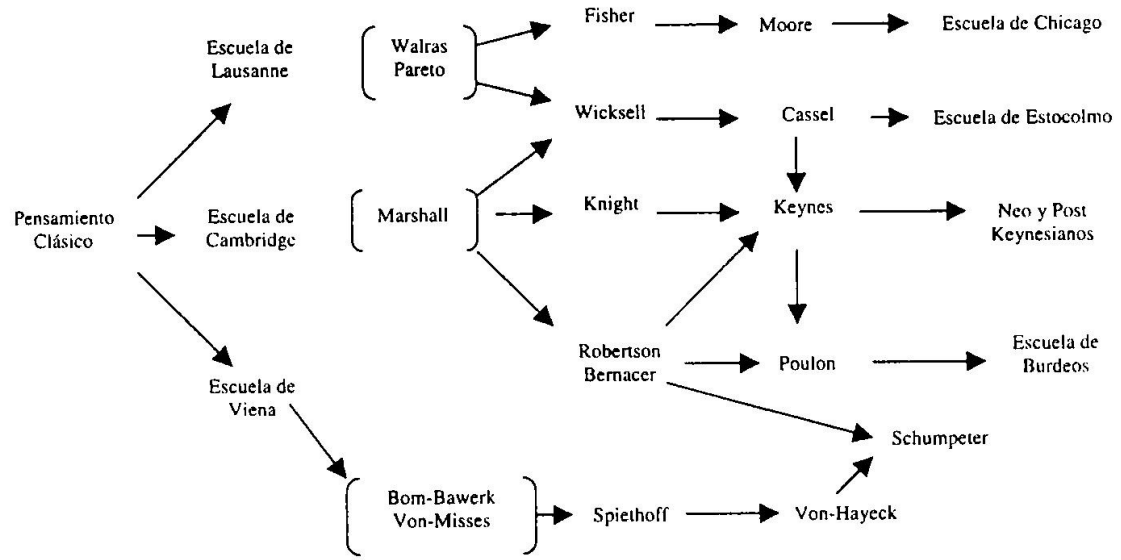
---

6 Martínez: 242.

7 Por definición, un sistema es un conjunto con elementos en interacción, que se conciben como una "*entidad*". El sistema será dinámico cuando las interrelaciones varíen con el tiempo. La dinámica estará definida cuando exista una regla que permita determinar, desde el pasado al futuro, las características (estado) del sistema. Para *Frisch*, la dinámica se define con ecuaciones funcionales que incluyen explícitamente al tiempo. La ciencia clásica (Newton, Locke, Descartes) supone que la razón lógica permite llegar a la certidumbre (rechazo de la incertidumbre) y a formular leyes universales. Los sistemas se comportaran deterministicamente. Adicionalmente los sistemas pequeños serán dominados (condicionados) por los límites de los mayores. Existirán entonces micro estructuras y macro estructuras. La dinámica de los pequeños (fluctuaciones) estaría restringida por los mayores. Si esta regulación no opera, la macro estructura habrá sido modificada. Lo que equivale a decir que el sistema menor habría modificado su entorno.

ella: marxistas y keynesianas y la visión institucional. Su interacción ha dado origen a síntesis diversas; como aparece en el esquema Nº 01 siguiente, que resalta la concatenación de las ideas a partir de los autores representativos y de su influencia en la constitución de las llamadas *"Escuelas de Economía"*, viejas y nuevas.

Esquema Nº: 01. Concatenación de la Ideas y Escuelas.



Al respecto vale señalar que el mayor número de trabajos hoy día se encuentra en las revisiones de las tradiciones clásicas y keynesianas[8]. No obstante la diversidad de escuelas, la especificidad de la economía entre las ciencias sociales se obtiene a partir de axiomas compartidos en grado variable por las diversas escuelas, como se examina a continuación.

8 Fernández Díaz (1994) llega a distinguir 17 *"escuelas"* o síntesis, afirmando que las publicaciones más abundantes se encuentran entre los herederos de la corriente liberal, heterodoxos incluidos.

5. La Relación con la Especificidad Teórica.

En todas las sociedades ocurren procesos o actividades de producción de bienes y servicios; de distribución de los mismos; de acumulación para potenciar la producción y de financiamiento para solventar las diferencias de disponibilidad de los agentes para acceder a la acumulación. El núcleo común de acciones a todos esos procesos es el intercambio de recursos entre los agentes y la determinación de las proporciones o *"valores"* involucrados en el intercambio[9].

La explicación del porqué, del cómo y del cuándo del intercambio, recurre a supuestos apriorísticos relativos a las bases objetivas (observadas o hipótesis macroeconómicas) y de las motivaciones de los agentes (hipótesis microeconómicas). Así, la teoría económica es una construcción axiomática que establece interacciones entre las hipótesis microeconómicas y macroeconómicas. Entre las motivaciones microeconómicas es frecuente recurrir a la maximización y como interacción con el ámbito macroeconómico es posible sustituirla por la optimización. En otras palabras, una característica de la teoría económica es que el respaldo *"racional"* o microeconómico debe considerar las *"señales"* obtenidas en el nivel macroeconómico; lo cual puede modificar *(o no)* la conducta individual ulterior y los resultados globales.

Esto hace que al análisis económico sea recursivo en tres sentidos: el primero, cuando postula interacciones entre los condicionantes del intercambio (mercados); el segundo, en el ámbito dinámico (flujos), pues los *"ajustes"* (reacciones)

---

9 Los principios explicativos o básicos que han alcanzado continuidad histórica desde el siglo XV (Escuela de Salamanca) son: el del *"consumidor"* referido a la satisfacción de las necesidades, el del *"intercambio"* referido a los conceptos de oferta, demanda y escasez y el del *"productor"* referido a los costos de producción.

requieren explicitar el encadenamiento temporal (razonamiento post-ergo ante hoc) y tercero, en el ámbito ideológico, cuando se toma postura sobre el predominio (o no) del ámbito social[10] sobre la conducta individual.

Un rasgo característico de la economía capitalista es la presencia de un bien: *"el dinero"*, que opera como escalar (unidad de medida) para *"objetivizar"* mediante el *"precio"* las proporciones del intercambio surgidos de elementos subjetivos (el valor)[11]. La dificultad conceptual ocurre por la presencia simultánea del dinero en todos los mercados y en uno basado en la utilidad propia: servir de reserva de valor. Así, los objetos del tráfico obtienen un precio en dinero, mientras que la relación inversa dará distintos *"valores"* al dinero (capacidad adquisitiva). Las proporciones de cambio en el espacio dan lugar a un precio particular: el tipo de cambio, a su vez, la variación de la reserva de valor en el tiempo da origen al concepto tasa de interés y con ello alienta a la consideración del paso del tiempo; es decir de la dinámica. Los énfasis en la consideración de estos precios y en los principios básicos dan lugar a las diversas teorías. El cuadro de síntesis Nº 1 muestra la interacción entre principios explicativos y macroteorías[12].

---

10 Un ejemplo del predominio de lo individual lo constituye el concepto de *"homus economicus"* de *Robins*. La llamada Escuela de Viena, al acentuar la dimensión psicológica y al apoyarse en una lógica deductiva hace que sus ideas escapen al empirismo consustancial con la macroeconomía y que rechacen éste tipo de visión sin renunciar o conclusiones políticas que, consecuentemente serán ultraliberales.

11 No todos los sistemas económicos utilizan el dinero en la forma capitalista. En la antigüedad el mundo azteca no lo conoció, y en la época moderna el mundo socialista lo usó solo como medio de cambio minimizando la función de reserva de valor.

12 Las escuelas clásicas y neoclásicas suponen el logro de una armonía social entre los distintos intereses mediante la variación de los precios en los mercados; la crítica keynesiana señala rigideces a los precios y obliga al ajuste de cantidades. Para la crítica marxista los conflictos de intereses llevan a un *"desequilibrio social intrínseco"* y a una crisis irreversible. La visión de los flujos lleva a equilibrios temporales: los ajustes de precios y cantidades no son de equilibrio. Desde el punto de vista del método, quienes visualizan el desequilibrio intrínseco

Al respecto debemos decir que la visión que asigna a la satisfacción plena de oferentes y demandantes, un mercado dado y una *"razón de intercambio (precio)"*, conceptualizando un *"punto y precio de equilibrio"*, resulta evidentemente un *"desideratum"* la mayor parte de las veces; por lo cual la situación de *"equilibrio general"* o equilibrio simultáneo en todos los mercados es puramente teórica. En esta visión, cuando se privilegia la interacción entre el principio del *"consumidor"* con el del *"intercambio"*, el equilibrio se alcanza por variaciones en los precios; y cuando se privilegia la interacción entre el principio del *"productor"* con el del *"intercambio"*, el equilibrio ocurre por variaciones en las cantidades, pues los precios serán referenciales (predeterminados) y viscosos; y, en el extremo fijos. Tal realidad hace que el dinero tenga *"precios"* distintos según los mercados, que no pueden reducirse a una única proporción o alineamiento, lo cual parcializará forzosamente los designios de aplicación o políticas, para afrontar el nudo gordiano de la complejidad, acentuada por la interacción monetaria.

Finalmente, cabe señalar que además de la especificidad con relación al objeto de estudio, existen elementos metodológicos y supuestos de base que caracterizan a la economía. La matematización en la teorización y la hipótesis de racionalidad son elementos citados con frecuencia como elementos característicos de la economía, cuando se contrasta con otras ciencias sociales; pues el rigor matemático ha impulsado el trabajo teórico deductivo. Para ejemplificar, recordemos la delimitación atribuida a Pareto (sociólogo y economista) según la cual la economía se restringía al estudio de las *"acciones lógicas"* y las restantes ciencias sociales al estudio de las ac-

---

privilegian la dialéctica histórica mientras que los equilibristas (aun temporales) aceptan las metodologías matemáticas empiristas.

ciones *"no lógicas"*; mientras que los autores contemporáneos escarbando en la misma dirección hacen referencia al *"espacio de razonamiento popperiano"*, para la economía.

6. La Relación con la Dinámica Económica.

Se afirmó antes que el propósito último de las ciencias sociales era prever para manejar los procesos sociales. Tal previsión implica *"conocer"* el desenvolvimiento de los procesos en el tiempo; es decir, supone la incorporación a la explicación de un razonamiento de tipo *"post ergo ante hoc"*, que haga explícita la percepción del paso del tiempo.

Durante el siglo XVIII, la teoría económica se ocupó, básicamente del progreso económico que se supone permanente hasta alcanzar un nivel estacionario. Para fines del siglo XIX era evidente que el progreso tenía altos y bajos o retrocesos; por lo cual un grupo de economistas apartándose de la visión crítica de Marx y de Matlthus postuló o aceptó la idea de que el movimiento podría describirse como cíclico o pendular alrededor de una tendencia subyacente o secular. Las teorías del ciclo (Juglar, Kondratiev) relativas al contexto económico se superpusieron al análisis de los equilibrios de mercado (equilibrio parcial de Marshall - 1920 y equilibrio general de Walras - 1900)[13].

Una idea opuesta por excelencia al análisis de los mercados (análisis estático o atemporal) es la de los flujos, vistos como *"corrientes"* de bienes y servicios (economía real) que marchan en dirección contraria a una corriente de dinero

13 El ajuste walrasiano se caracteriza como ajuste de los precios a las variaciones de las cantidades. El ajuste marshalliano supone que las cantidades compensan los desequilibrios que se presentan entre los precios de oferta y demanda. Como las variables de ajuste son diferentes, las dimensiones temporales de los procesos no coinciden. El walrasiano será en el corto plazo y el marshalliano en un plazo mas largo.

(economía nominal). Ésta visión, con antecedentes en Quesnay *y* en Marx y con aportes significativos de German Bernacer (1922) y de J. A. Schumpeter (1940), desembocará en la macroeconomía financiera contemporánea.

La formalización o matematización de las ideas dinámicas, desde el ángulo de los mercados ha presentado modelos microeconómicos como el llamado de la *"telaraña"* y hecho uso de algoritmos discretos, incorporando un vector temporal (instantes numerados o fechados: Hicks - 1948), lo cual generaliza la indicación ex-ante, ex-post (Lindhal, E.-1946) aportada por la llamada Escuela de Estocolmo; aunque para algunos éste tipo de análisis fechado o por fases deberían denominarse de estática comparativa o casi dinámica, reservando la dinámica para la matematización sobre el supuesto de funciones continuas relativas a la variable tiempo[14].

En los primeros intentos fue natural adoptar las funciones continuas y diferencias lineales o con cambios proporcionados en un sentido unívoco; lo cual al partir de condiciones iniciales conocidas y hechos explícitos, las leyes del cambio (la función matemática) hacen posible predecir el estado del sistema para un tiempo final predeterminado[15]. Ahora bien, la percepción de los hechos económicos en los últimos tiempos no parece reflejarse en su totalidad en procesos convergentes o cíclicos restauradores de un equilibrio; por lo cual la dinámica lineal parece insuficiente como modo de formalización. Mas

---

14 Samuelson (1947:258-284) explica las relaciones entre estabilidad, estática comparativa y dinámica. La estática comparativa sería un caso particular de la dinámica; y en general la estabilidad y la estática comparativa deberían comprenderse a partir de la dinámica. Samuelson bautiza sus reflexiones bajo el nombre de *"principio de correspondencia"*

15 Una propiedad de estos supuestos es que el cambio del sentido de la evolución temporal (cambio de signo) no tiene incidencia alguna; por lo tanto el mecanismo aparece como bi direccional o reversible en el tiempo. Sin embargo, desde el punto de vista histórico ello sería irrelevante, pues el tiempo sería una variable unidireccional que no admite retrocesos.

(economía nominal). Ésta visión, con antecedentes en Quesnay *y* en Marx y con aportes significativos de German Bernacer (1922) y de J. A. Schumpeter (1940), desembocará en la macroeconomía financiera contemporánea.

La formalización o matematización de las ideas dinámicas, desde el ángulo de los mercados ha presentado modelos microeconómicos como el llamado de la *"telaraña"* y hecho uso de algoritmos discretos, incorporando un vector temporal (instantes numerados o fechados: Hicks - 1948), lo cual generaliza la indicación ex-ante, ex-post (Lindhal, E.-1946) aportada por la llamada Escuela de Estocolmo; aunque para algunos éste tipo de análisis fechado o por fases deberían denominarse de estática comparativa o casi dinámica, reservando la dinámica para la matematización sobre el supuesto de funciones continuas relativas a la variable tiempo[14].

En los primeros intentos fue natural adoptar las funciones continuas y diferencias lineales o con cambios proporcionados en un sentido unívoco; lo cual al partir de condiciones iniciales conocidas y hechos explícitos, las leyes del cambio (la función matemática) hacen posible predecir el estado del sistema para un tiempo final predeterminado[15]. Ahora bien, la percepción de los hechos económicos en los últimos tiempos no parece reflejarse en su totalidad en procesos convergentes o cíclicos restauradores de un equilibrio; por lo cual la dinámica lineal parece insuficiente como modo de formalización. Mas

---

14 Samuelson (1947:258-284) explica las relaciones entre estabilidad, estática comparativa y dinámica. La estática comparativa sería un caso particular de la dinámica; y en general la estabilidad y la estática comparativa deberían comprenderse a partir de la dinámica. Samuelson bautiza sus reflexiones bajo el nombre de *"principio de correspondencia"*

15 Una propiedad de estos supuestos es que el cambio del sentido de la evolución temporal (cambio de signo) no tiene incidencia alguna; por lo tanto el mecanismo aparece como bi direccional o reversible en el tiempo. Sin embargo, desde el punto de vista histórico ello sería irrelevante, pues el tiempo sería una variable unidireccional que no admite retrocesos.

aun, las funciones lineales son unívocas con relación a las variables explicativas, lo cual es contradictorio con la noción de sistemas. En esas condiciones, una innovación en la consideración explícita del tiempo es considerar también al análisis no lineal; el cual permite dar cabida, dentro de las explicaciones generales, a procesos amplificadores o depresivos o alteraciones que desde la óptica lineal exigirían explicaciones de excepción casuísticas o *"ad-hoc"*; pues por las características sistémicas o multicausales, una variable en particular reacciona según la combinación de otras. En el caso de los grandes agregados quedan ocultas las variaciones de las subyacentes y ello puede ser percibido como un simple *"ruido"* en series cortas.

Por ello cabe destacar que la nueva dinámica ha acogido como otra petición de principio, la concepción del estudio de lo caótico conceptualizado como un comportamiento aleatorio dentro de un sistema determinístico; es decir, complejo, pero con orden a partir de condiciones iniciales dadas[16]. En otras palabras, se substituye el principio de estabilidad estructural de la Econometría clásica (Dagun) por el de estabilidad de procesos (Thom). Adicionalmente se adoptan los principios de la termodinámica, en lugar de la mecánica clásica incluyendo los conceptos de entropía y de homeostasis[17]. Ello permite representar adecuadamente las oscilaciones, crecientes, decrecientes o irregulares de las variables económicas más volátiles, como ocurre con las financieras; pero lo más importante es que las fluctuaciones aparentemente erráticas no requieren ser explicadas por factores exógenos o particulares, sino

16 Es decir el concepto científico del caos, es distinto del de la tradición y del lenguaje común que lo hace sinónimo de desorden.

17 En economía como función matemática de referencia dominantemente se ha adoptado la ecuación diferencial no lineal $Y(t+1) = w\,Yt\,(1-Yt)$.

como resultados de comportamiento endógenos del sistema, cuando este sigue una lógica no lineal.

7. Observaciones Finales:

La revisión sucinta del objeto de estudio de la economía muestra, a través de la diversidad de modelos co-existentes, la ausencia de un cuerpo doctrinario o teórico de aceptación general, pues aparecen varios aspectos no claramente integrados en una *"teoría general"*; a saber: (a).- El enlace entre el crecimiento endógeno y las fluctuaciones. (b).- El enlace entre los supuestos microeconómicos y los macroeconómicos, cuya resolución ha caminado sobre las hipótesis de racionalidad, al nivel micro y sobre la observación de desequilibrios al nivel macro. (c).- El enlace entre los aspectos reales y los financieros o concepciones acerca del dinero y (d).- El tránsito entre la óptica estática y dinámica. Este ultimo aspecto, evidentemente incide en el punto (a).

Con relación al enlace entre crecimiento en el largo plazo y las fluctuaciones en el corto plazo, el uso del principio de Pontryagin suscita alguna esperanza, pues ha permitido pasar de la comparación casi estática a la dinámica transicional.

El enlace entre los aspectos micro y macro ha hecho correr mucha tinta y el fantasma de la *"falacia de composición"* no ha desaparecido a la luz de la hipótesis de dispersión de los agentes y del empleo de la media estadística. Al respecto todavía hay argumentos a favor del abandono de la hipótesis de racionalidad para apegarse a privilegiar las regularidades macro observables[18]; pero también hay argumentos que permiten recurrir a la definición de restricciones donde la hipótesis del

18 Comportamiento de *"rebaño"*.

"agente representativo" no ocasione problemas. Entre ambas posibilidades ha surgido una tercera (Ramsey - 1996) y sería la presencia de un nivel *"meso"*[19].

Pero el quid del asunto, desde el ángulo de la política, o de las regulaciones, es que la visión ortodoxa o de mercados y sus automatismos con relación a la restauración endógena de los equilibrios, es compatible con la optimización microeconómica; mientras que la lógica de la macroeconomía, asociada de suyo a la visión de flujos o de circuitos y a los desequilibrios provenientes de expectativas diversas, según los agentes, parece exigir medidas regulatorias exógenas al sistema económico.

El enlace entre los aspectos financieros y reales enfatiza la influencia de lo financiero, por sus ajustes en el corto plazo, sobre las expectativas del comportamiento de los mercados reales en el largo plazo··· enlazando la discusión con relación a las fluctuaciones, a las reversibilidades y a la estabilidad.

Ya señalamos que análisis recientes, con relación a la dinámica, asocian la complejidad a los desenvolvimientos caóticos y a las bifurcaciones, lo cual se puede ejemplificar con el uso o no de la hipótesis de la diversidad sectorial (Leontief - Sraffa - Von Neumann) y su influencia en la discusión macroeconómica; en particular acerca del empleo y la distribución del ingreso; lo cual nos permitiría revisar incluso planteamientos tan aparentemente disímiles, por los supuestos de partida, como ocurre con los modelos clásicos, marxistas, neoclásicos y

19 Hay quienes piensan que la microfundamentación ha terminado por aceptarse *"por cansancio"*; que la academia oficial ha impuesto el programa de investigación *"neo walrasiano"* y que las propuesta keynesianas habrían abortado antes de consolidarse.

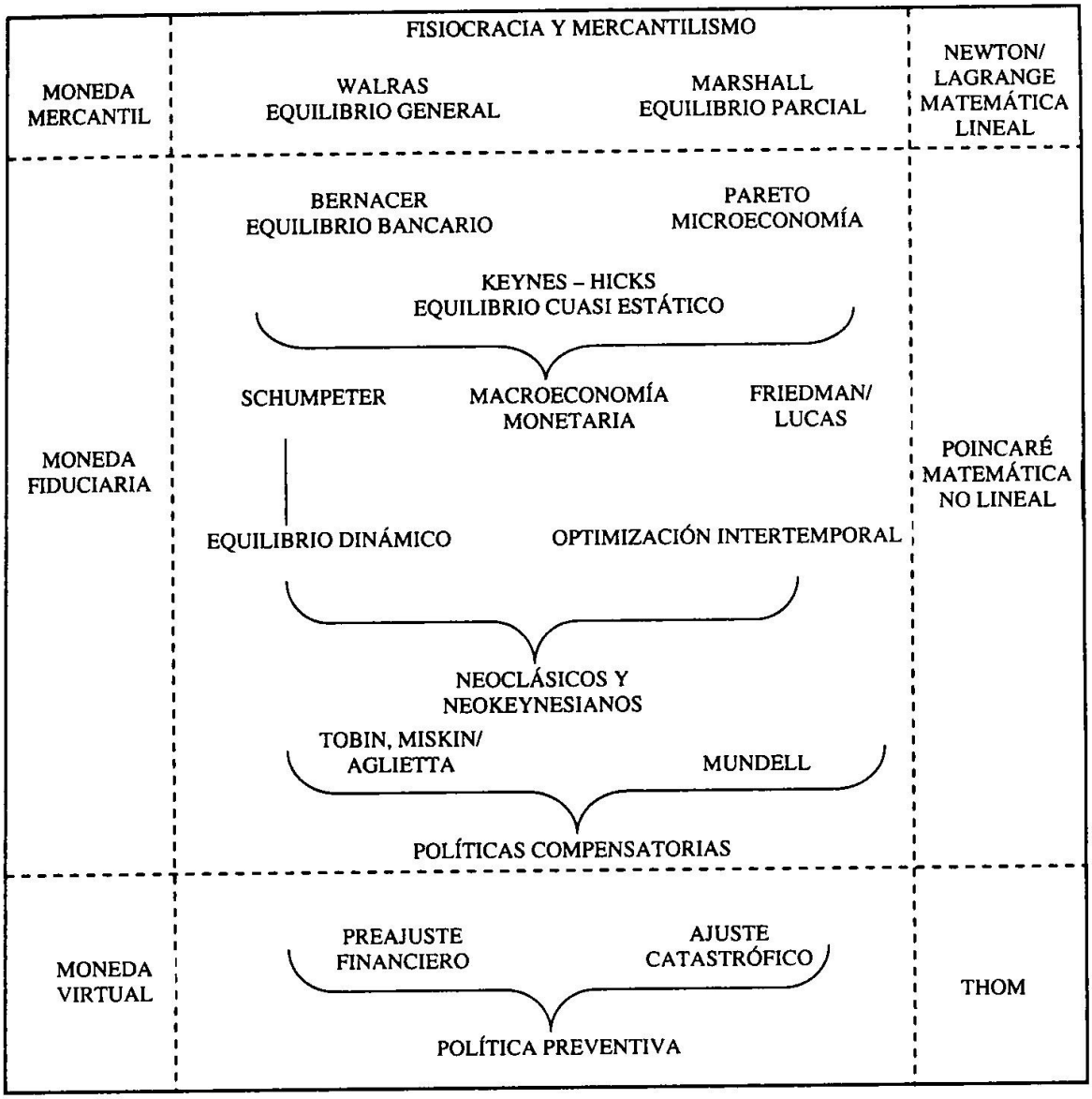
keynesianos. Vislumbrando así que el nuevo instrumental podría permitir llegar a la elaboración de una *"teoría general"* y de una *"novísima política"*, como se presenta en el esquema Nº 2.

Los vacíos anteriores o la inexistencia de una *"teoría"* de general aceptación, han llevado a algunos teóricos de lo epistemológico a negar la cientificidad de la economía; pero si esa postura se aceptase, ninguna de las ciencias sociales y ni aun las naturales podrían considerárseles ciencia, habida cuenta de las transformaciones en proceso y de los discensos que ello estimula. Por el contrario, reconocemos como la característica esencial del conocimiento científico su provisionalidad y su capacidad de rectificación y corrección, en el contexto de las necesidades sociales incluida la curiosidad básica o natural. Un segundo gran elemento de discusión es la aplicabilidad y efectividad para influir en el desenvolvimiento social en dirección predeterminada. Aunque por las razones ya dadas no puede pretenderse alcanzar exactitudes aritméticas en las previsiones y en las cuantificaciones de las consecuencias es evidente que las políticas económicas, aun las más ineficientes, afectan el desenvolvimiento social; por lo cual una teorización previa es requisito para determinar, cuando menos, el sentido de la corrección.

En ese aspecto la evolución de disciplinas auxiliares como la matemática y la estadística, influyen sobre la epistemología económica como lo demuestra su evolución, asimilando las novedades. Pero lo que quizás sea la característica más evidente y más oculta, como la carta de Poe, es que las lagunas teóricas siempre se han suplido, provisoriamente, con la decisión política. De allí que, al menos desde siglo XV, la economía esta matrimoniada con la política. Y por ello su teorización esta lejos de ser socialmente neutra.

Esquema Nº 2

EVOLUCIÓN DE LA TEORÍA Y LA POLÍTICA ECONÓMICA



Cuadro de Síntesis Nº 01

PRINCIPIOS Y MACROTEORÍAS BÁSICAS					
Principio Explicativo	**Categoría explicativa y su naturaleza**	**Mecanismo explicativo**	**Base Lógica de razonamiento**	**Macro teoría básica**	**Principales escuelas**
Principio del consumidor satisfacción de las necesidades.	**Unidad marginal:** Psicoeconómica	Interacción armónica de los agentes sociales mediante la optimización en el margen a través de los mercados (equilibrio general)	Lógica inductiva: empirismo científico. Vs. Lógica inductiva: transformaciones del dinero y circuito económico (transcurso del tiempo)	El equilibrio general se obtiene por ajuste de precios en los mercados. Vs. El equilibrio general se obtiene por ajuste de cantidades en los mercados (aproximación a los flujos)	Monetaristas y neoliberales Friedman, Lucas Vs. Keynesianos y Neo Keynesianos: Robinsón Leijonhufvud
Principio del intercambio Oferta y demanda	**Escasez:** Económica	Interacción conflictiva de los agentes sociales a través de los flujos (circuito económico).	Vs. Dialéctica histórica	Vs. Desequilibrio Temporal. Arbitraje social (frecuencia de pagos)	Vs. Post – keynesianos y circuitistas: Poulon, Aglietta Minsky, Malinvaud.
Principio del productor Adición de costos	**Costo marginal:** Económica		Vs. Inmanentismo	Vs. Plusvalía y desequilibrio intrínseco	Vs. Neo – Marxistas: Dobb, Attali, Lange. Vs. Althusser

Apéndice

La Contabilidad Nacional como Instrumento Auxiliar de la Macroeconomía

"Por una parte, parece completamente elemental; tan elemental, que avergüenza considerarlo seriamente como un problema científico".
Ragnar Frish.[20]

Los elementos empíricos de la macroeconomía se han ordenado desde el siglo XVII, en la llamada *"contabilidad nacional"*, que intenta reflejar los diversos aspectos de los procesos económicos, según puntos de vista que permitan homogeneizarlos, para permitir el razonamiento de inferencias. Por ello, la evolución de la *"contabilidad nacional"* está afectada por la evolución de la teoría.

En el presente apéndice se resume escuetamente la visión cercana al pensamiento keynesiano, siendo de lamentar que apenas esté en sus inicios la incorporación de los procesos financieros[21].

---

20 Tomado de Ingvar Ohlsson. *"Contabilidad Nacional"*. Aguilar, Madrid – 1957.

21 Es habitual citar en los obscuros orígenes de la *"contabilidad nacional"* la necesidad de dar cuenta del potencial de guerra de los nuevos Estados Nacionales. La lista de autores incluiría en los siglos XVII y XVIII a George King y a Francois Quesnay. En la etapa moderna los nombres de Irving Fisher, Erick Lindahl, Ragnar Frish, Richard Stone, Wassily Leontief y Simon Kuznets, serían infaltables en una relación histórica.

1. Producto y Gasto.

La actividad económica se mide mediante el método denominado de contabilidad por partida doble; según lo cual el gasto de alguien es ingreso de otro.

Si consideramos tres tipos de unidades: familias, empresas y gobierno puede escribirse:

	INGRESOS	GASTOS
Familias	Y^d (Renta Disponible)	(Consumo) C
Empresas	S^b (Beneficios no distribuidos	(Inversión) I^r
Gobierno	T (Impuestos Netos)	(Gastos Públicos) G
	Producto Nacional Neto PNN = Y	Gasto Nacional Neto GNN = Y

De lo anterior se deduce:

$$C + I^r\ G = Y^d + S^b + T$$
$$I^r = Y^d + S^b + T - G - C$$
$$I^r = (Y^d - C) + (T - G) + S^b$$
$$I^r = S^a + S^b + (T - G)$$

El resultado final será que la inversión es igual al ahorro de las familias mas el de las empresas mas el del gobierno.

Si designamos por X a los ingresos por exportaciones y por M a los gastos por importaciones, el resultado anterior se modifica, pudiendo escribir:

$$I^r = \underbrace{(S^a + S^b) + (T - G)}_{\text{Ahorro Interno}} + \underbrace{(X - M)}_{\text{Ahorro del Exterior}}$$

El nuevo resultado es que la inversión se modifica por la actividad del gobierno y por el intercambio con el exterior.

Finalmente si consideramos la depreciación D, deberá escribirse:

$$PNN + D = GNN + D$$

2. Oferta y Demanda Globales.

Al gasto se le llama también demanda por lo tanto el gasto Nacional Neto es otro equivalente de la *"Demanda Global"*.

$$Y = C + I + G + X = \text{Demanda Global}$$

La oferta global de bienes y servicios puede representarse por la suma de cantidades físicas y precios:

$$Y = \sum_{i=1}^{n} (P^i \; Q^i) = PQ$$

La demanda global también puede expresarse como función del dinero en circulación (velocidad media) y de la masa monetaria (tenida como exógena) $Y = M \cdot V$ Se tiene entonces la ecuación clásica:

$P \cdot Q = M \cdot V$ de donde $P = MV/Q$

De tal resultado se infiere que la inflación sería un fenómeno monetario. La igualdad entre demanda global y oferta global significa que todo lo que haya sido producido debió ser comprado. En su defecto, lo no consumido (ahorro) debió ser invertido. A la igualdad ahorro – inversión se le denomina *"condición de equilibrio macroeconómico"*. Para alcanzarlo, los ahorros (ex – post) deben coincidir con los proyectos de inversión (ex – ante).

En la contabilidad necesariamente de ocurrir que Ahorro Ex – Ante = Inversión Ex – Post

3. Equilibrio: Definiciones Habituales.

Situación Estática: Esta situación presupone que los factores detrás de los movimientos se anulan entre sí. Además el paso del tiempo no se considera; quedando ignorado.

En sentido económico estricto el equilibrio estático implica que la inversión y el ahorro sean nulos, sin modificación del capital ni de las otras variables. Se llama estado estacionario a la situación donde las variaciones son nulas (tasa nula) lo cual es una proyección en el tiempo del equilibrio estático. A la situación donde la tasa de variación es constante se la llama equilibrio de largo plazo. Según este concepto las fluctuaciones más o menos amplias son señales de desequilibrios. En el equilibrio estático las relaciones se cumplen instantáneamente. El equilibrio se llama estable si las modificaciones conducen a restaurar el equilibrio. Los diversos supuestos con relación a la dinámica y a las interrelaciones entre las variables de la contabilidad nacional, al formalizarse, dan origen a los modelos.

4. Los Modelos, la Economía Teórica y la Política

Así, construir modelos es, en la práctica, postular un sistema de relaciones teóricas, buscando representar un fenómeno en sus aspectos esenciales, para eventualmente, evaluarlos empíricamente con propósitos de usarlos en la toma de decisiones. Los modelos pueden ser construidos deductivamente (puramente teóricos) o inductivamente a partir de una descripción de lo observado. Los deductivos pueden confrontarse con lo observado según dos métodos: el contraste estadístico, lo cual da lugar a la econometría y el contraste con los eventos históricos que se asocia con el método dialéctico. Los modelos se expresan mediante ecuaciones de

balance o identidades, o de equilibrios; y mediante ecuaciones de comportamiento de origen técnico o institucional. Estas últimas se elaboran con reglas algorítmicas o matemáticas.

Capitulo II

La Visión de la Ortodoxia Liberal

…"lo mas importante de (la obra de Smith) es que no se preocupó por… resumir… o aducir nuevos hechos, como de la relación mutua e interpretación… (desde) una nueva perspectiva".

J. M. Ferguson.

1. Introducción: La Hegemonía Deductivista y el Ajuste por los Precios.

El corazón de la visión ortodoxa-liberal, teoría del intercambio o teoría *"clásica"*[1], está relacionado con el estudio de la acumulación de capital (crecimiento); a partir del excedente neto de la producción, de su distribución y mediante la determinación de precios ajustables, de equilibrio, en mercados de competencia perfecta[2]. Sus seguidores inmediatos, los *"posclásicos"*, después de desechar la teoría del *"valor-tra-*

---

1 Llamaremos *"clásicos"* a los sustentadores de la hipótesis *"valor - trabajo"* y *"posclásicos"* a los teóricos que utilizan el concepto de utilidad, hasta la revolución keynesiana, con preferencia a la designación de *"neoclásicos"* para evitar la confusión con los *"nuevos clásicos"* de la Escuela de Chicago.

2 A su elaboración contribuyen pensadores de tres escuelas: Cambridge, Lausanne y Viena. Un aporte básico de la Escuela de Viena será desechar la teoría del *"valor - trabajo"*. La defensa cerrada del *"utilitarismo"* y del *"racionalismo"* llega al extremo de considerar innecesario el contraste con la experiencia. La teoría se refiere entonces a una economía sin tiempo, sin lugar, sin instituciones, sin conflictos sociales y sin cambio técnico. El objeto de estudio se concentra entonces en la asignación óptima de recursos escasos en un mundo estático. (Palazuelos 2000: 51).

bajo", emplean como hipótesis de partida, el comportamiento de *"agentes racionales"* en busca de la maximización de su utilidad, bienestar, o ganancia, como categorías objetivisables y cuantificables, al menos algebraicamente, considerando la escasez de los bienes. Las motivaciones últimas se refieren a *"principios de la naturaleza humana"*, que por ser de aceptación general no se discuten y se asumen como condicionantes externos o exógenos[3]. El entorno del sistema está constituido por *"factores originarios"* y valores iniciales, dados o conocidos; y el mecanismo será considerar la utilidad que proporcionan distintas cantidades de bienes según una función continua.

La noción de *"equilibrio"* es la piedra de toque del mecanismo explicativo, y se postula como la condición que nadie quiere cambiar, en tanto permanezcan inmodificados los datos del entorno. Los precios determinados por los mercados serán pues de equilibrio, igualarán deseos de oferentes y demandantes y todo ello será posible demostrarlo por medio de variaciones infinitesimales que llevan al concepto de margen. Los primeros aportes a mediados del siglo XIX a la teoría de la demanda (Cournot, 1838) serán desarrollados sustancialmente por Walras (equilibrio general de mercados)[4] y complementado por Marshall (equilibrio parcial) con relación a la oferta.

Un elemento social–histórico, el dinero, será considerado con efectos neutros a partir de una aceptación, casi sin revisión crítica, de la herencia teórica del periodo mercantilista,

---

3 Al suponer la existencia de una *"naturaleza humana"* equivalente a la *"naturaleza ambiental"*, se hace la inferencia sobre la existencia de leyes de conducta humana, en todo equivalentes a las leyes cognoscibles de la *"naturaleza ambiental"*.

4 Walras establece las condiciones de existencia del equilibrio general, partiendo inicialmente de coeficientes técnicos (1874) y los sustituirá por la productividad marginal y finalmente por la comparación entre utilidades presentes y futuras (1900), después de los trabajos de Bohm-Bawerk. Pareto demostrará la existencia de un *"óptimo"*. Las ecuaciones walrasianas recogen la doble relación entre pagos y gastos.

aunque asociándolo al surgimiento de los Estados Nacionales. En el entramado sociopolítico se presenta un antagonismo entre el individualismo y el Estado Nacional, y, el extremo de este punto de vista se encontrará, posteriormente, en Hayek[5]. Algunas críticas a la hipótesis de neutralidad del dinero, inspiradas en el contraste con la realidad, como la de Bernacer (1922) serán tenidas como observaciones sobre circunstancias particulares o extraordinarias y poco dignas de consideraciones serias; hasta que el divorcio de las explicaciones con los acontecimientos, a comienzos del siglo XX de lugar a la crítica meticulosa de los supuestos de partida por John Maynard Keynes.

2. La Crítica a la Herencia Mercantilista y Fisiocrática.

La economía política se desarrolla junto al Capitalismo Industrial (Inglaterra-Francia) dando origen a la *"Escuela Clásica"*. Dicha escuela centra su análisis en los conceptos de producción y de *"Clases Sociales"* (Capitalistas / empresarios; Trabajadores y Rentistas) con relación al reparto del excedente económico (utilidades, rentas y salarios).

Se supone que la inversión (incremento del capital) persigue una tasa de beneficio máxima, al tiempo que el intercambio en los mercados permite que la producción origine y encuentre su propia demanda; produciéndose un equilibrio *"natural"*. El dinero es solo un *"velo"* de las fuerzas tras la *"oferta"* y la *"demanda"*.

La discusión de tales proposiciones (hipótesis) sigue tres rutas: a).- La que niega la existencia de *"equilibrios na-*

---

5 El individuo racional sigue una conducta que lo lleva a maximizar su bienestar. Si el Estado interviene para modificar la conducta, o los resultados, se estaría violando una *"ley natural"*

turales" y destaca la existencia de contradicciones y crisis[6]. b).- La que a partir de la hipótesis de equilibrio y ajuste vía los precios propugna la ausencia de intervenciones que bloquearían la consecución o mantenimiento de la *"armonía social"* y c).- La que constatando la existencia de desequilibrios propugna la intervención correctiva del Estado[7].

Una variante de la ruta (b) admite la posibilidad de *"turbulencias"* por la aparición de imperfecciones en los mecanismos o por *"choques exógenos"* que se absorberían en procesos naturales de ajustes. A J. B. Say (1803) se debe el razonamiento o la ley, según la cual *"los productos se cambian por productos"*. Así, el intercambio se limita al trueque, enteramente dependiente de la producción, la cual, en conjunto, crea su propia demanda. Por lo tanto las crisis económicas son lógicamente imposibles. Este punto de vista, que ignora los efectos de la tesorización, será responsable de la exclusión práctica del estudio de las cuestiones monetarias a lo largo del siglo XIX, a pesar de la observación temprana de Stuart Mill[8] (1848): limitándose a aceptar el rol neutro del dinero, según la interpretación corriente de la llamada *"ecuación cuantitativa"*.

En efecto, a mediados del siglo XV ocurre el nacimiento de los Estados Nación, concebidos para hacer de las sociedades radicadas en un territorio (Nación) un Estado lo más autárquico y poderoso posible. Los gobernantes se esfuerzan así para fomentar la fortaleza material, asociada a la acumulación de metales preciosos, que permite pagar un

---

6 Carlos Marx

7 Keynes.

8 Por consiguiente, es posible que una parte de las mercancías producidas no encuentre mercado por falta de medios en aquellos que desean consumir y por la ausencia de deseo en aquellos que disponen de medios.

ejército numeroso. Los requerimientos de un ingreso estable por los monarcas se facilitaban, en cuanto los pagos de impuestos se hicieran en dinero en lugar de mercancías. Los países desprovistos de minas debieron entonces organizar, mediante la intervención gubernamental, el comercio exterior para retener o acrecentar los pagos en metálico. Se busca entonces tener una balanza comercial favorable; por lo cual los salarios deben ser bajos[9], y, consecuentemente, destruidos los gremios medievales. Así, la intervención del Estado en el comercio (política mercantilista) suponía que la acumulación y circulación de los metales preciosos estaban asociadas al enriquecimiento nacional. Estas actuaciones del Estado y el razonamiento que las sustentan, serán el objeto central de la crítica de Adam Smith[10].

Con el aumento del oro y de la plata en circulación en Europa, luego del descubrimiento de América, se observa un aumento de los precios. Sin considerar la disminución de la capacidad productiva de España (por múltiples causas asociadas al afincamiento en el *capitalismo mercantil y a la política religiosa*) se asocian directamente el aumento del circulante y el de los precios. En ese periodo aparece la *"teoría cuantitativa"*, atribuyéndose a algunos pensadores españoles el ser los primeros en indicar la influencia ejercida por la cantidad de dinero en circulación sobre los precios, refiriéndose, pre-

---

9 Una compensación obligada era tener precios agrícolas bajos, para lo cual se tenían dos opciones: mejorar la productividad agrícola o importar bienes agrícolas *"baratos"* pagados con bienes industriales *"caros"*. Esto es, seguir la ruta de la industrialización.

10 En la historia de los hechos económicos es conocida la asociación política de A. Smith con Lord Shelburner representante de la Compañía de las Indias Orientales (encargada del comercio colonial británico) y del Banco Baring Brothers. Así, *"La Riqueza de las Naciones"* no puede ser considerado como un texto puramente académico, y abstraerlo de la acción política de Jorge III contra Francia y España y del apoyo de estas a la independencia de las colonias inglesas en Norte América. La continuidad de esta asociación entre el liberalismo ingles, el libre comercio, la Compañía de las Indias Orientales y los exponentes teóricos se pueden rastrear hasta Stuart Mill.

sumiblemente, a Ortiz (1558) entre otros. Con posterioridad Bodin (1577), en Francia, se interesa por el problema y la idea seguirá discutiéndose por Petty (1682) en Inglaterra y por otros, hasta alcanzar la elegante versión de Fisher (1911).

Cabe señalar con Baptista (1999) que la interpretación que atribuye como causas del incremento de los precios al incremento del circulante no fue unánime en el siglo XIX, y que, por lo contrario, la interpretación de que los incrementos o disminuciones en la cantidad de dinero sería una consecuencia y no la causa de las variaciones de los precios, sería expuesta por Marx[11] y Wicksell entre otros; idea que será ulteriormente refinada por Schumpeter y tomará relevancia desde mediados del siglo XX con la concepción del dinero endógeno. Pero, antes de que ello ocurriera, hubo que considerar las visiones que recogen la influencia de la tesorización, a quienes podría-mos calificar de *"liberales heterodoxos"*: Bernacer y Keynes.

Cabe también resaltar que el equilibrio walrasiano es un equivalente de la ley de Say y de la teoría cuantitativa. En efecto, la condición objetiva del equilibrio general de Walras consiste en la igualdad de oferta y demanda para cada uno de los bienes. Pero al fijar un vector único de precios, estas condiciones se tornan interdependientes, incluido el del bien que sirve de numerario[12]. Así en el concepto walrasiano los oferentes de un bien, serán demandantes de otros; por lo cual las cantidades demandas en conjunto deben ser idénticas a las ofrecidas en total; y ello no es otra cosa que la Ley de Say. Así mismo la ecuación que proporciona el numerario, y cuyo

---

11 *"La superficialidad de la economía política se manifiesta en el hecho de que , quienes la profesan, ven en la expansión y contracción del crédito, que es mero síntoma de los cambios en el ciclo industrial, la causa de este ultimo"*.Citado por Baptista (1999:15)

12 Walras asienta que, habiendo equilibrio entre los mercados de las (n-1) mercancías distintas de la que sirve de numerario, habrá equilibrio en el mercado de l numerario.

precio es necesariamente 1, también recoge el enunciado de la ecuación cuantitativa del dinero, pues todos los precios restantes (n-1) deben cambiar en la misma proporción en que se modifique el indicador numerario. En consecuencia los precios restantes serán doblemente relativos, y el equilibrio walrasiano, la ecuación cuantitativa y la Ley de Say, resultan expresiones equivalentes.

Con relación al pensamiento fisiocrático, de origen francés, nos limitaremos a recordar que el análisis de su autor más representativo F. Quesnay, se basa sobre la idea de flujos entre los agentes o *"circuitos"*, antes que sobre los equilibrios de mercados[13]. Evidentemente las conexiones políticas surgen con más facilidad en el análisis de flujos que en el de mercados, cuyos conceptos se prestaron a la abstracción asociada a la mecánica estática. Cabe resaltar, también, que la idea de flujos está asociada a la dinámica, por lo cual el paso a la abstracción tenía necesariamente que esperar la evolución de las matemáticas.

Finalmente recordaremos que el régimen de comercio imperante es el conocido como fijación de aranceles según la *"nación más favorecida"* con políticas proteccionistas en USA y Alemania, que el patrón monetario evoluciona del bimetálico (oro-plata) al patrón oro y que el mercado de Londres, orienta las transacciones financieras habiendo substituido a Ámsterdam. En cuanto al ámbito latinoamericano declinan las artesanías fabriles, el intercambio interno y se especializan las exportaciones en rubros primarios.

---

13 No obstante, cabe señalar que el excedente que en los fisiócratas se origina en la agricultura, en los *"clásicos"* tendrá como origen las manufacturas, a través de la mayor productividad asociada al mejoramiento de las destrezas del trabajador.

3. Esquemas de los Pensamientos Clásico y Posclásico.

El modelo clásico parte del supuesto de un crecimiento continúo con rendimientos decrecientes, hasta llegar a un máximo: *El Estado Estacionario*; ello lleva implícita la condición de pleno empleo. Su teoría de la producción reposa sobre cuatro pilares: la teoría del valor–trabajo; la división del trabajo; la ley de Say y la ecuación cuantitativa del dinero.

La teoría del valor–trabajo, de Smith – Ricardo, busca un valor objetivo para el intercambio de los bienes producidos, dejando de lado los bienes naturales *"escasos"* Esto se contrapone a la base subjetiva de la *"utilidad"*, la cual será retenida por la escuela pos clásica. La división del trabajo se refiere a las ventajas comparativas (absolutas y relativas) para establecer prioridades en la producción; y la Ley de Say, junto a la ecuación cuantitativa del dinero, se refiere a la neutralidad del dinero con relación a la producción.

4. Los Principios Básicos de los Modelos Clásico y Posclásico u Ortodoxo – Liberal.

De acuerdo con lo dicho antes, los principios básicos comunes a los modelos clásicos y posclásicos son:

- Precios flexibles
- Ley de Say
- Teoría cuantitativa del dinero, y oferta monetaria exógena.

Precios Flexibles: Los empresarios demandaran mano de obra hasta que los salarios igualen su utilidad marginal. En condiciones de rendimientos decrecientes implica que el pleno em-

pleo se alcance con tasa de salarios decrecientes. En efecto, si hubiese desempleo los salarios bajarían y se produciría un incremento de la demanda de la mano de obra para restaurar el equilibrio.

Mercados: Con un mecanismo similar se ajustan los precios de los bienes de consumo. El incremento de la inversión produciría un incremento de la demanda de dinero, y con sucesivos incrementos de la tasa de interés y del ahorro, el equilibrio se restauraría.

Ley de Say: El Margen y el Equilibrio Mecánico. Son los gastos para obtener la producción los que crean una demanda para los productos; por lo cual un incremento de oferta, conduciría a un incremento de la demanda. El pensamiento posclásico desplaza un tanto los contenidos abordados por los *"clásicos"*. La preocupación por el excedente y su dinámica se traslada al intercambio y al comportamiento de los precios. El discurso en torno a la distribución social se enmascara tras la asignación de remuneraciones lógicas según los aportes a la producción. Para fundamentarlo suponen que los factores productivos son homogéneos, divisibles y sustituibles entre sí, en cualquier cantidad –lo que permite utilizar en la formalización funciones homogéneas de primer grado– y por ello continuas y diferenciables en donde las contribuciones (productividades marginales) son primeras derivadas parciales, positivas y decrecientes. La remuneración de los factores puede entonces medirse en el mercado (precio de demanda) según su contribución potencial. Por lo demás, ésta asignación óptima de recursos, convertida en gasto, o demanda, es la contrapartida de la oferta[14]. La culminación de la hipótesis será realizada en 1928

14 Desde el ángulo teórico resultaba irrelevante que los supuestos como la completa sustituibilidad fuesen un imposible técnico y económico.

por C. Cobb y P. Douglas, con la función de su nombre: $Y = aL^{\alpha} + K^{\beta}$ donde α y β son las elasticidades de los factores de capital, L (trabajo) y K (capital) y a un coeficiente de eficacia[15].

Teoría Cuantitativa del Dinero Exógeno: El incremento exógeno en la masa monetaria producirá un incremento en los precios de las mercancías, si hubiera pleno empleo.

La mayor parte de estos principios serán mantenidos en el modelo posclásico, haciendo énfasis en limitar el alcance y poder de los Estados. En cuanto a la distribución, los salarios remuneran al trabajo; la renta a la tierra y el beneficio y la tasa de interés a los capitalistas. Los salarios de corto plazo dependen del *"fondo de salarios"* y, en el largo plazo, de la subsistencia (salario natural). La renta se justifica por la rareza de las buenas tierras y los beneficios y los intereses se confunden en una sola categoría. Con relación al principio dinamizador este se refiere al ciclo de acumulación – beneficios – acumulación.

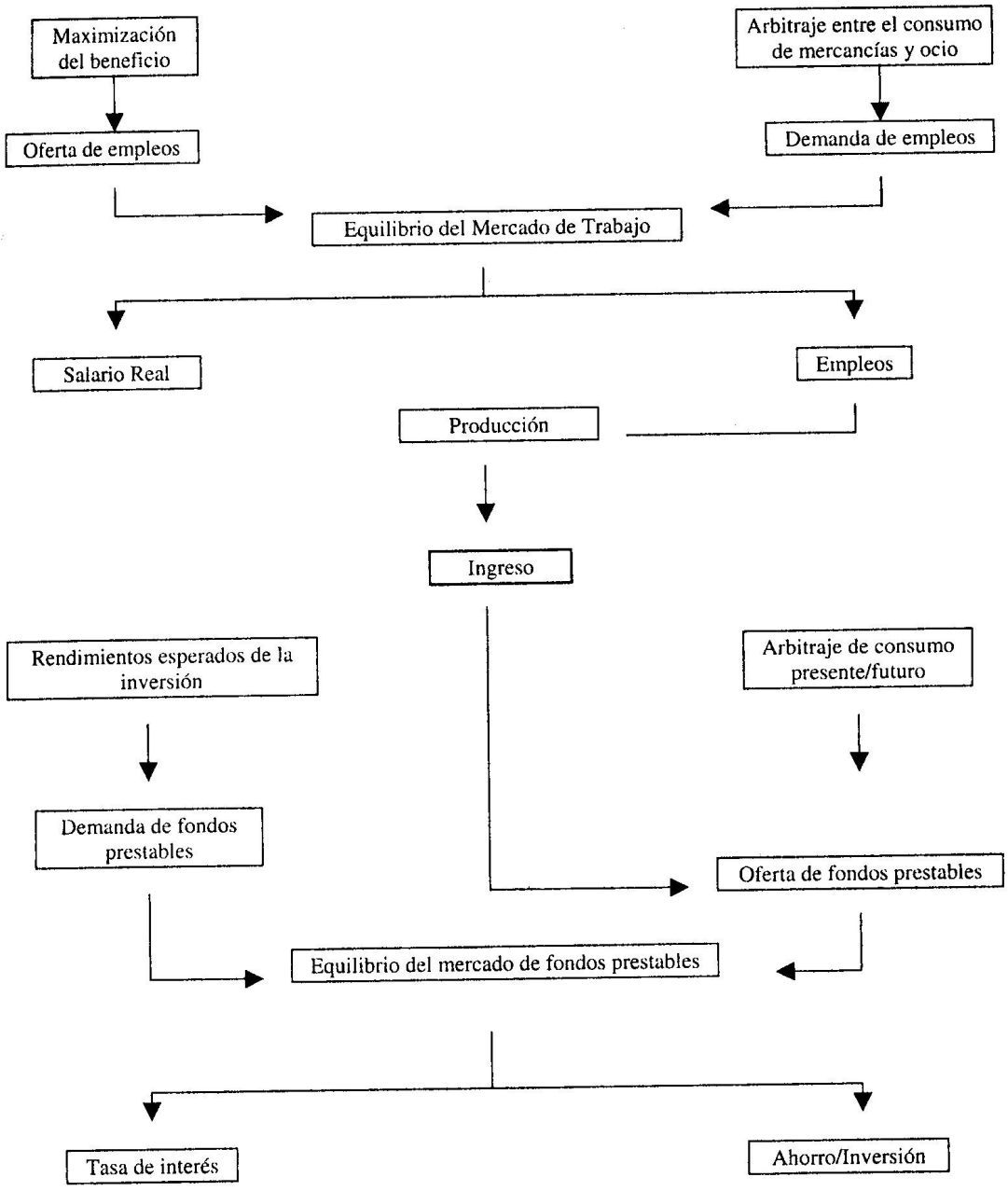
El mecanismo de interacción supone primero el equilibrio en el mercado de mano de obra, que determina el nivel de producción y del ingreso. El arbitraje entre el consumo presente y el futuro (ahorro) y la consideración de los retornos esperados de la inversión (decrecientes en el largo plazo) determina el equilibrio del mercado de *"fondos prestables"*, dando origen a la igualdad ahorro – inversión por la variación de la tasa de interés[16]. El esquema de síntesis Nº 1 ilustra lo expuesto.

---

15 *"A Theory of Production"*. The American Economic Review – Marzo.

16 Se acoge así la versión de Fisher, en la cual la tasa de actualización que iguala la sumatoria de los rendimientos futuros al capital usado (tasa de retorno) es el límite para la tasa de interés que aceptarían pagar los empresarios por los créditos que financian las nuevas inversiones

Representación Esquemática del Razonamiento Ortodoxo Liberal



5. El Modelo *"Clásico"* y *"Posclásico"*.

Formalmente intervendrán en el modelo *"clásico -pos-clásico"* ecuaciones de comportamiento para las ofertas y demandas en los mercados de empleo, bienes o mercancías y dinero.

Los símbolos a utilizar son:

Ls = oferta de mano de obra
Ld = demanda de mano de obra
w = tasa de salario
Y = oferta de bienes producto nacional
C= consumo
S= ahorros
r = tasa de interés
P = precio de las mercancías
M= masa monetaria
I = inversión
q= tasa de retorno
B = beneficios
W = masa salarial
k = velocidad de circulación del dinero

Finalmente los subíndices (s), (d) y (o) denotan la oferta, la demanda y el valor exógeno.

Modelo Clásico	Empleo	Mercancías	Dinero
Oferta	$L_s = L\left\{\begin{matrix}+ & + \\ w, & L_o\end{matrix}\right\}$	$Y_s = Y(L, K_o)$ $q = q$	$M_s = M_o$
Demanda	$L_d = L\left\{\begin{matrix}- & + \\ w, & q\end{matrix}\right\}$	$Y_d = Y\left\{\begin{matrix}- \\ r\end{matrix}\right\}$	$M_d = M(Y) = M_s$ $P = P(Y, M, k)$
Variables de Ajuste	w, L	r, Y	P

Las variables exógenas son: q; L_0; K_0; y M_0; k; lo cual permite obtener las cinco variables dependientes o de ajuste, L, w, r, Y, P, al establecerse la condición de que cada uno de los mercados esté en equilibrio.

Después de Ricardo, gradualmente se abandonaría la hipótesis del trabajo-valor[17], lo cual permite eludir la idea del *"excedente"* y de la *"explotación social"* (base de la critica de Marx) y la admisión del concepto de la *"productividad del capital"*. Ello permite además desinteresarse por un orden social determinado. El principio sustitutivo es el concepto de utilidad marginal, el cual se extenderá del consumidor al productor y al capital, abriendo las vías para la comparación en el margen y resolver, en abstracto, alguna de las lagunas o dificultades teóricas. Un ejemplo de ello es la concepción del equilibrio general sobre la base de la idea del *"numerario"* de Walras, que le permite establecer la interacción entre los diversos mercados. Sin embargo, estas modificaciones de los posclásicos no alteran la estructura, el mecanismo, ni la política asociada al modelo clásico.

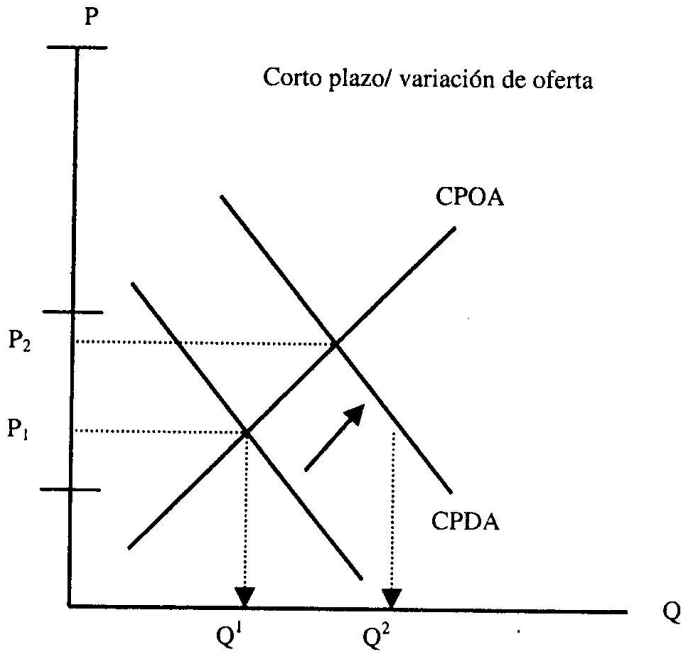
6. La Política en los Modelos Clásico y Posclásico.

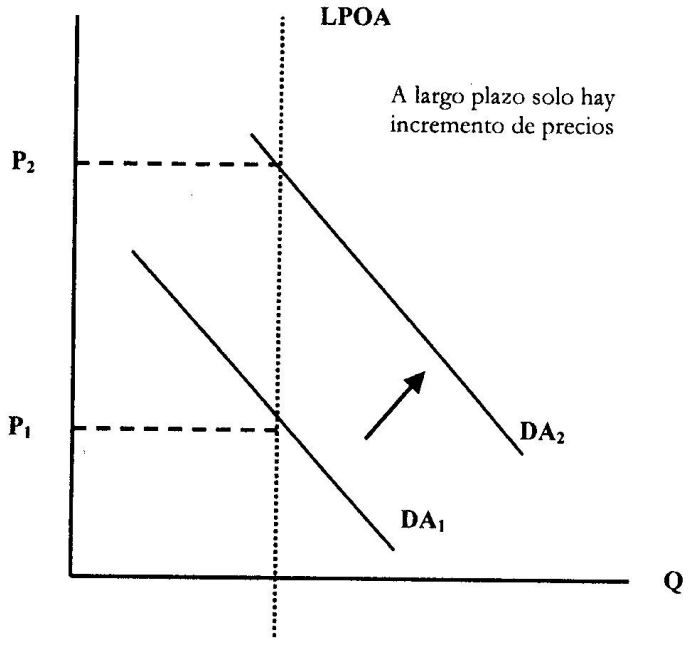
La política en los modelos clásicos y posclásico se refiere a la intervención del Estado en el contexto del corto plazo, para servir de catalizador de los procesos normales de ajuste. En consecuencia serán modificaciones de algunas variables asociadas a la demanda. En general, las políticas relacionadas con la oferta operaran en el largo plazo y fundamentalmente se refieren a la creación de una atmósfera estimulante de la actividad privada, lo cual tendrá relaciones con el ámbito institucional.

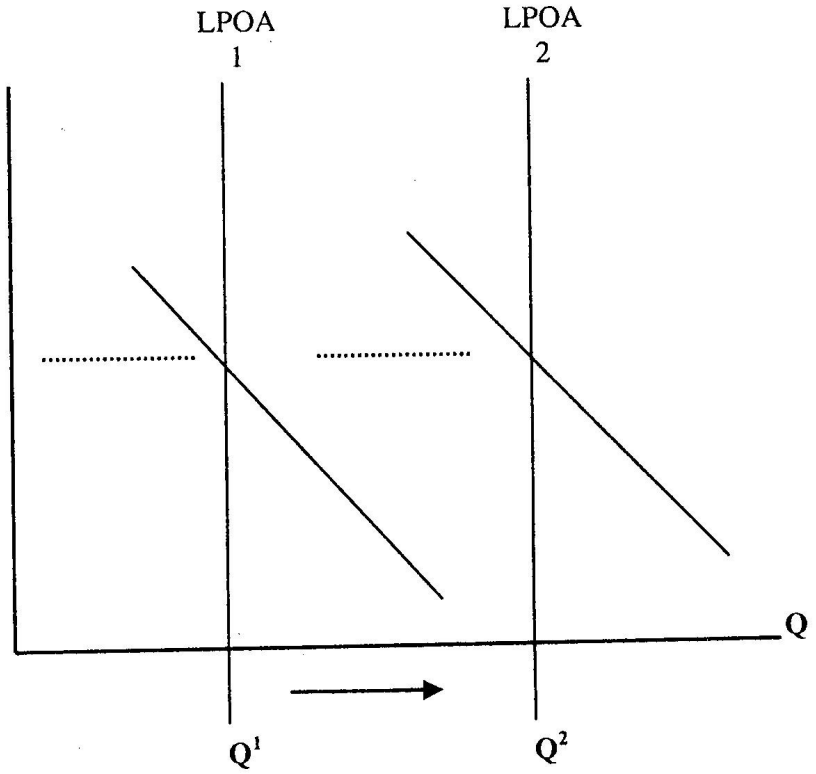
---

17 Como Ricardo se preocupa por la distribución entre salarios (W) y beneficios (B), de la renta (Y), la hipótesis de valor trabajo, al nivel de una unidad, aparece como $P = w(1+ k)$ siendo k los beneficios unitarios expresados como proporción del salario. Pero esa expresión abre el camino a la discusión marginalista y a la discusión marxista.

Un aumento de la demanda, provoca incremento de cantidad ofrecida a precios más altos (por incremento de los costos) en virtud de la Ley de los rendimientos decrecientes.







P - Constante
Δ de Q

¿Como crece la demanda?

- Aumentando de la oferta monetaria
- Disminuyendo de los impuestos
- Incrementando del gasto público

¿Cómo crece la Oferta?

- Aumentando la educación y la estabilidad laboral
- Reduciendo subsidios (incentivos para la gente que trabaja; reducción de impuestos)
- Reduciendo la fuerza sindical (aumento de la movilidad laboral)
- Eliminando regulaciones administrativas.

¿Qué hacer del lado monetario?

Control de la tasa de interés y de la oferta monetaria (operaciones de mercado abierto; en el mundo anglosajón; y de la tasa de redescuento en el mundo latino). A la cantidad de monedas y billetes en circulación se le añade una proporción como créditos; lo cual modifica la cantidad de la ecuación cuantitativa, manteniendo constante la velocidad de circulación. Este *"modelo"* ampliado fue aceptado entre 1850 y 1929 para explicar la inflación.

$$P \cdot Q = V (M + M') \text{ en donde } M' = \% M$$

7. La Crítica de Marx a la Teoría Clásica.

La visión clásica encontró críticos diversos; siendo Carlos Marx, con mucho el mas importante, antes de Keynes. El objeto de estudio es el mismo de Smith y de Ricardo – la creación del excedente, su distribución entre las clases sociales y de su crecimiento mediante la acumulación. Pero, en contraste con ellos, que defienden la inmutabilidad del sistema, Marx señala elementos de caducidad histórica –la crisis– y trata de vaticinar su arribo. Muy sucintamente, su tesis sobre la crisis en el sistema capitalista tiene su punto de partida en la doctrina ricardiana. De la distinción que hace Ricardo entre el salario de mercado y el salario real surge el concepto de plusvalía de Marx. Para explicar su origen se vale de la distinción orgánica del capital de Mill, obteniendo las llamadas tasas de explotación y de beneficios. El objetivo del empresario es aumentar su tasa de beneficios. Como consecuencia, la proporción del producto que corresponde a los salarios debe mantenerse baja para que no descienda la tasa de beneficios. El capitalista debe entonces *"forzar la ley"* de los

salarios y ello determina la creación del Ejército de Reserva, a través de una mayor acumulación de capital constante que del capital variable, ya que, de acuerdo con Mill, el crecimiento de este ultimo es quien determina la magnitud de la demanda de mano de obra.

Así la crisis se caracteriza por una disociación (desequilibrio) entre las fuerzas de trabajo, origen del valor, y la propiedad de los medios de producción producidos. Ello crea otra contradicción en el sistema ya que se presenta un desarrollo creciente de las fuerzas productivas, al tiempo que se frena la capacidad de absorción al reducir el poder adquisitivo de la sociedad. Se produce entonces una crisis de *"realización"*[18]. No obstante, la caída de la tasa de beneficio, que subvalora el capital, hace que las empresas menos afectadas adquieran a *"precio vil"* las más afectadas, llegando a la *"concentración industrial"*; una subsiguiente (menor) demanda de mano de obra produciría una caída de salarios; lo cual, al aumentar las tasas de beneficios, proporcionaría una base para la recuperación.

---

18 Cabe destacar que con Marx se analiza, por primera vez, la economía capitalista a través del *"circuito del capital"*, cuyo propósito sería una inmensa acumulación de mercancías valoradas en dinero, como reflejo del valor de uso de los bienes. En ese valor de uso (proveniente del mercado) quedaría incluida la evaluación del trabajo total acumulado, en las mercancías, así mismo, el de la mercancía intermedia y el plus – valor. En el circuito marxista, la primera fase es convertir una suma de dinero en medios de producción y fuerza de trabajo. La segunda fase finaliza tan pronto los medios de producción se conviertan en mercancía, cuyo valor en el mercado, excede del valor de sus partes integrantes. En la tercera fase, las mercancías se reconvierten en dinero. Resumiéndose en todo lo anterior en la expresión D – M – D. Si el capitalista, aprovechase el plus – valor como fondo de consumo, el proceso se llama de *"reproducción simple"*. Por cuanto cabe decir que el dinero solo sirve como mecanismo de intercambio general, por lo tanto estamos en presencia de una economía de trueque. Cuando aparte del plus – valor se incorpora a la producción, se pasa a la reproducción compuesta que concluye en la alteración de las proporciones del capital. Esta alteración será entonces la causa de la crisis de realización ya mencionada.

8. Algunos Problemas del Entramado Teórico: El Interés, El Capital y El Dinero.

A partir de Walras – Pareto, se sostendrá que las ecuaciones de la teoría del intercambio determinan los precios de los productos y que el valor equivalente a la utilidad marginal *"sube"* desde los bienes de consumo a los servicios productivos. Este análisis tiene una debilidad en relación al tratamiento del ahorro y de la inversión; pues los factores de producción se tratan como *"primarios"* o no producidos. Así mismo el dinero se limita a servir de numerario, sin jugar ningún papel importante, más allá de la intermediación en un mundo de trueques.

El tratamiento del ahorro y de la inversión, lo cual es una relación temporal en dirección al futuro, es tratado por Walras como una abstención de consumir hoy para hacerlo mañana, y en el ínterin los bienes pueden ser *"alquilados"* a empresarios que utilizarán sus servicios. Así el ahorrista walrasiano no presta dinero sino máquinas. El equilibrio entre ahorro e inversión es tratado en el mercado de máquinas. El precio de equilibrio será la tasa de interés.

El asunto será retomado por Fisher que lo saca de un cuadro estático (un sólo periodo) al considerar una serie de equilibrios ínter temporales, introduciendo la condición de *"actualizar"* (descontar) los diferentes retornos para hacerlos comparables. Fisher muestra entonces que un consumidor racional determina su flujo ínter temporal de consumo (luego de ahorro) en forma tal que su *"tasa de preferencia por el presente"* sea igual a la tasa de interés. Igualmente el inversor racional buscará un flujo tal de retornos que su tasa de rendimiento sea en el margen igual a la tasa de interés[19].

---

19 Comentario aparte, aunque brevísimo, es el relativo a la crítica maltusiana, que relaciona el progreso tecnológico con el demográfico. Al suponer aquel menos dinámico que el demográ-

9. La Crítica de Bernacer: Reintroducción de la Idea de *"Circuito"*.

"El mantenimiento del ahorro en estado de liquidez es la causa inmediata de la depresión y de la contracción en general de la demanda, y con ello, de la producción"[20]. Así sintetiza Bernacer una idea básica, publicada desde 1916 y difundida, con poco éxito en 1922[21]. Allí se expuso, del modo siguiente, la condición de equilibrio general: *"Existe una demanda de moneda a cambio de mercancías y una oferta de dinero por mercancías. El punto de equilibrio será aquel para el cual ambas se satisfagan en el conjunto de mercancías que componen el mercado"*[22].

Aunque con el antecedente señalado en Mill, este planteamiento era original para el momento de su presentación en el periodo 1916-1922, porque contiene una formulación dinámica o relativa a los flujos, al señalar que la demanda de mercancías (oferta de dinero) estaba condicionada por los pagos hechos para la producción en un momento precedente, y así sucesivamente. De allí deducía Bernacer que en un proceso económico en expansión, la igualdad entre demandas y ofertas exigía un incremento de las existencias para las ventas y de las disponibilidades (liquidez) de los compradores.

Los detalles del proceso se elaboran a partir de seis proposiciones generales; a saber:

---

fico se extrae la conclusión de que el crecimiento demográfico debe ser minimizado, y no considerarlo un factor positivo asociado al crecimiento del mercado, como supone A. Smith.

20 Bernacer, G (1956) La doctrina funcional del Dinero. Se trata de una síntesis de varios artículos precios, realizada en 1945 y modificada parcialmente en 1956 para la edición del Instituto Sancho de Moncada, Madrid.

21 Bernacer, G. (1922).

22 Aut. Cit. (1956) p. 25.

- Todas las remuneraciones proceden originalmente de la producción material
- Todo cambio de valor (precio) de las cosas vendibles se resuelve en una retribución.
- La suma general de las retribuciones es necesariamente igual al valor total de La producción.
- La demanda (de mercancías) es una función de las retribuciones.
- Toda demanda real (efectiva) causa la extinción de una disponibilidad (liquidez) equivalente.
- Toda porción de retribución substraída a la demanda, supone un valor igual de productos sin vender.

El proceso se ilustra con un esquema de flujos, de sentido opuesto, entre mercancías y disponibilidades monetarias, que conforman un triangulo donde los vértices son las disponibilidades de los consumidores, de los productores (empresas) y las disponibilidades de los ahorradores (inversionistas, o titulares de las empresas y bancos). Lo habitual, supone Bernacer, es que haya desequilibrio entre las proporciones relacionadas con funciones independientes, pues el equilibrio exigiría anulación en valor de los saldos de los flujos opuestos.[23] Esto equivale a una exigencia walrasiana sin la expresión formal de Walras. Finalmente, Bernacer considera que las disponibilidades dirigidas al circuito financiero o especulativo (no productivo) es una causa profunda de la inestabilidad económica.

---

23 Hipótesis similar de independencia entre las distintas funciones será expuesta por Keynes años después (Tratado sobre el Dinero: 1930) sin mencionar a Bernacer. y sin mengua del uso de expresiones formales casi idénticas.

Aquí cabe destacar que en la óptica de *"circuito"* hay dos hipótesis fundamentales: a).- Los agentes, aunque independientes en el origen de sus comportamientos (actitudes) por el hecho de relacionarse mediante el dinero resultan macro económicamente interdependientes y b).- El dinero en circulación es un *"saldo"* o resultado de la confrontación de las cuentas nominales de los diversos agentes.

En la óptica post - keynesiana, el dinero es visto como activo/pasivo financiero; pero prestan especial atención a la *"preferencia por la liquidez"*, a su relación con la tasa de interés vía la eficacia marginal de los activos reproductivos y a la incertidumbre. De allí puede decirse que los post - keynesianos se preocupan por las decisiones *"ex - ante"* y los circuitistas por los saldos de los valores agregados *"ex - post"*.

En una interpretación contemporánea, Poulon (1982), utiliza un esquema similar al de Bernacer, en donde substituye el vértice *"disponibilidades de los ahorradores"* por la banca. En este caso la cancelación de los saldos de los flujos contrarios (situación de equilibrio) exige la cancelación de los créditos iniciales concedidos a las empresas en virtud de las amortizaciones de éstas y de los depósitos de las familias (ahorros). De no ocurrir así, se abren las puertas de las dificultades.

Hay que resaltar que Bernacer minimiza en su exposición la importancia de los créditos bancarios, al señalar que ellos son una operación *"inactiva"* pues no habría contrapartida de bienes en los flujos crediticios que se resuelven con la devolución a futuro de otras sumas de dinero. Supone, además, que la operación no afecta al valor de los

productos, determinados en su mercado, a pesar de reconocer que el precio del dinero es el tipo de interés[24].

En nuestra opinión, la hipótesis de *"inactividad bancaria"* fragiliza el esquema general por omisión, y ello pudo estar relacionado con la escasa atención que se prestó al trabajo publicado en 1922.

En efecto, Robertson (1940)[25] afirmó que hasta 1930 existió la conseja de que los economistas académicos escribían en términos de perfecto equilibrio (full equilibrium) y que *sólo un puñado de inspirados aficionados garrapateaba* problemas relacionados con el dinero ocioso. Señala entonces que si el trabajo de Bernacer hubiera sido mas ampliamente conocido, la conseja no habría tenido lugar; aceptando el hecho de que a partir de 1930 posturas semejantes a las de Bernacer hicieron su aparición entre los economistas profesionales.

Con relación a las teorías afines aparecidas en el pensamiento anglosajón, la base común es el rescate de la importancia de la renta y de su distribución entre los agentes económicos por los desfases temporales que producen, Así Robertson, *"motu proprio"* señala la posibilidad de que la lectura del resumen en francés que acompañaba el articulo

---

24 Bernacer fué un estudioso de la economía fisiocrática y admiraba la obra de Turgot y de Quesnay. Así, puede rastrearse la preferencia por el análisis de flujos, dinámico, ante el análisis de mercado clásico y neoclásico. También puede asociarse su minimización de la operación crediticia con la distinción de Turgot sobre el dinero que se dirige el mercado de consumo y el que se dirige a la capitalización. En este ultimo caso, la oferta y la demanda de disponibilidades determinan el nivel de la tasa de interés. Pero suponen Turgot y Bernacer que los precios de los bienes se fijan independientemente como resultado de su demanda (el flujo de dinero hacia el mercado de bienes) y su oferta (demanda de dinero) Ni Bernacer ni Turgot se preocupan por los costos que representan los intereses de los créditos (del capital, en términos de Turgot) Al fin y al cabo, parecen suponer, que el surplus o beneficio resulta un comodín en el mercado de bienes.

25 Económica Nº 25 febrero, *"A Spanish Contribution to Theory of Fluctuations"*

difundido en 1922, influyera *"inconscientemente"* en su obra *"Banking Policy and the Price Level"*. En dicha obra Robertson compara las corrientes de *"géneros"* (mercancías) con la monetaria. Vemos así la diferencia entre el interés por la obra de Robertson y el relativo desinterés por la de Bernacer; aunque este ya había establecido (1922) el requisito de que la inversión *"ex - ante"* encontrase un equivalente en el ahorro *"ex - post"* para alcanzar el equilibrio.

Como muchos de los economistas de su época, Bernacer se preocupa por la determinación de los precios (de equilibrio o estables) intrínsicamente relacionados con el valor del dinero[26]; pero la diferencia central es su separación de la vieja teoría cuantitativa que subyace en las ecuaciones fisherianas y keynesianas. Bernacer postula que la variación del nivel de los precios es una resultante de la relación entre la demanda global (D) y la oferta global (O), escribiendo: $P = D/O$; al tiempo que postula que la demanda global debe ser igual a la suma de las rentas R (remuneraciones) más la diferencia entre las disponibilidades (A) y la inversión capitalizada (A'). Es decir: $D = R + (A-A')$. Lo cual resulta similar a la expresión keynesiana: $P^0 = E + (I-S)$; en donde P^0 es el valor de las transacciones y E la renta gastada en consumo; de donde el nivel de precios esta afectado por la diferencia entre ahorro (S) e inversión (I). Pero la diferencia esencial entre ambos es que para Keynes $E + (I-S)$ es el valor de la producción y para Bernacer $R + (A-A')$ es la demanda efectiva. De allí que la ecuación keynesiana sea un reflejo de la ecuación cuantitativa clásica; no así la de Bernacer[27].

---

26 Para Bernacer hay tres precios del dinero: el poder adquisitivo, la tasa de interés y el tipo de cambio. El punto de vista contemporáneo también, pero señala interrelaciones a partir de los costos incluida la tasa de interés y el tipo de cambio.

27 Bernacer realiza una integración de variables reales y monetarias, y utilizando un modelo econométrico concluye que el índice general de precios de un periodo (t) cualquiera, esta

Para 1934 la idea básica de riesgo de desequilibrio de Bernacer aparece en la obra de Hawtrey aparentemente de modo independiente. Ese autor en Económica Journal de diciembre y en su libro (1937) *Capital and Employment*, destaca el concepto *"upsent margin"* o margen *"reservado"*, para referirse a la diferencia entre ingresos y gastos, lo cual identifica con el dinero existente (capacidad de demanda no utilizada o dinero *"endógeno"* si lo expresamos en lenguaje contemporáneo). En efecto, para Hawtrey el dinero fundamental es el creado por la banca··· y este es el origen del crecimiento y de las dificultades··· cuando no resulta absorbido···

Así, desde nuestro punto de vista, la minimización del crédito y de la banca, resaltados por Hawtrey y por Robertson, entre otros, a pesar del tardío reconocimiento del último, contribuyó al casi olvido de los aportes de Bernacer para la comprensión cabal de los fenómenos económicos en una economía capitalista, en donde los sistemas bancarios anglosajones se habían desarrollado con más profundidad que en el mundo de la latinidad.

---

asociado al desequilibrio entre oferta y demanda globales; al ser la suma de los desequilibrios parciales de los sub periodos que lo conforman. El calculo es (D/O) *p; siendo p el índice general en un instante inicial. Finalmente el análisis discreto se lleva a continuo. Aut. Cit. La Doctrina Funcional del Dinero, Cáp. X, pp; 166- 190. Edit. Sancho de Moncada, Madrid, segunda edición 1956.

Apéndice I

Las Ideas de Crisis y Ciclos: La Visión Inductiva

Sin buscar fundamentos en la visión clásica ni en sus críticas, el análisis de series cronológicas sobre precios y producción permitió a Clement Juglar (1860) detectar regularidades en alzas y bajas (auges y depresiones) que le permitieron postular (inferir) la existencia de ciclos (oscilaciones) que de manera *"natural"* reflejarían el comportamiento de la economía capitalista.

El análisis inductivo concibe los fenómenos como repetitivos, de acuerdo a una asociación *"instrumental"* (hipotética) entre eventos que se interpretan como causales (causalismo funcional). La prueba es empírica (estadística) y el análisis tiene como propósito el pronóstico. La dinámica se transmitiría, vía el intercambio internacional, a otros países desde un país *"guía"* (país-centro). De acuerdo con Mitchell (1913) ese rol lo habrían jugado Inglaterra (1793), USA (1796), Francia (1847) y Alemania (1857; 1888; 1891).

1. Elementos del Ciclo.

Para Mitchell, el ciclo se presenta en cuatro fases: despegue, prosperidad, crisis y depresión. Akerman (1955) propone seis fases, como se expresa en el grafico, descritas como:

Fase 1: Situación de *"equilibrio"* (precios relativos estables).

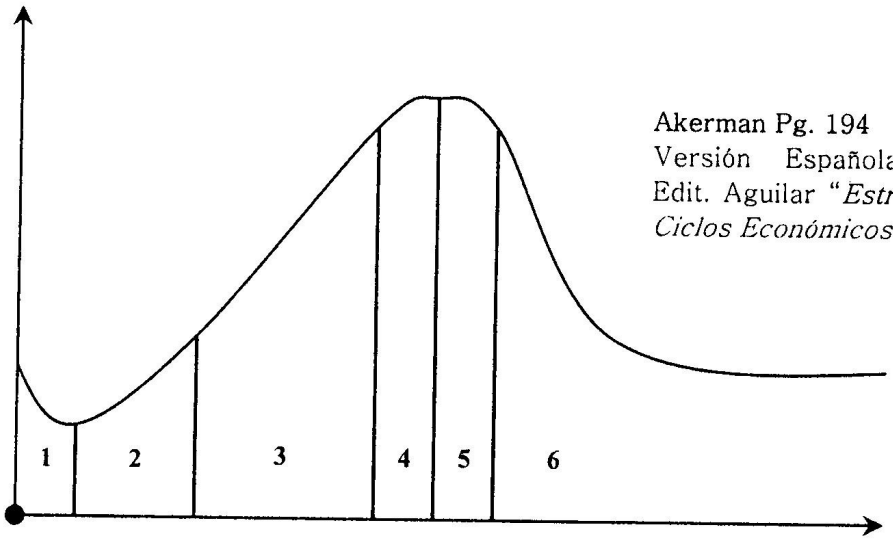
Fase 2: (Instantáneo) momento de cambio de los precios relativos: mutación microeconómica.

Fase 3: Crecimiento acumulativo; generalización de los cambios macroeconómicos.

Fase 4: Equilibrio temporal (pleno empleo de recursos)

Fase 5: Desequilibrio microeconómico.

Fase 6: Decrecimiento acumulativo.



Akerman Pg. 194
Versión Española 1960.
Edit. Aguilar *"Estructura y Ciclos Económicos"*

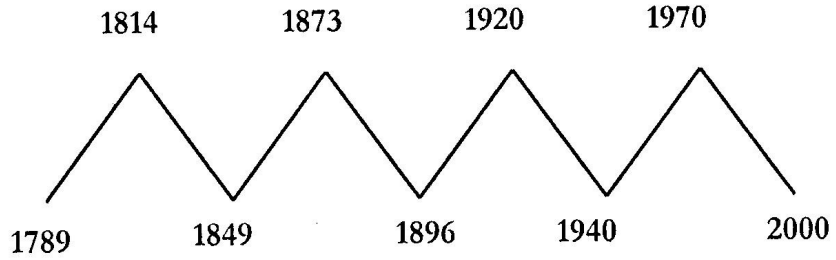
Sin embargo esta visión es incompleta si no se advierte que hay variables cuyo comportamiento ocurre en sentido contrario. Así mientras el alza de los precios (inflación) sigue el ritmo del ciclo (movimiento pro cíclico), el desenvolvimiento del empleo puede ser contra cíclico. También se presentan otras variables con comportamiento no muy ajustado al esquema como las inversiones y las tasas de interés.

Finalmente debe señalarse que estas descripciones no representan una *"Teoría explicativa de la Coyuntura"* sino mezclas disímiles de elementos tomados de la empíria, con marcos poco elaborados en el ámbito deductivo.

2. Las Ondas Largas.[28]

A partir de la conferencia de París en 1876, se acuerda que los pagos internacionales se hagan en oro, eliminándose definitivamente el bimetalismo. En el debut del siglo XX surgen nuevos imperios coloniales con el reparto de África; mientras que Japón y USA se han consolidado como países industriales emergentes. En las economías subindustrales las exportaciones de minerales, incluido el petróleo, se añaden a las agrícolas.

En ese entorno, en 1922 N. D. Kondratiev establece sobre la base de estadística de varios países en movimiento, ascensos y descensos más largos que los señalados antes por Juglar, que denomina *"ondas largas"*, contando entre 1789 y 1920 tres ciclos. Aplicando la metodología Kondratiev hasta el presente, se estima que estaríamos en el *"cuarto"* ciclo, tal como lo especifican los esquemas siguientes:



Indicándose como rubros asociados los desarrollos industriales que aparecen en el cuadro siguiente:

Ciclos	Ascenso	Descenso	Rubro
Primero	1789-1814	1814-1849	Textil-Carbón
Segundo	1849-1874	1874-1896	Siderúrgica-Vías férreas
Tercero	1896-1920	1920-1949	Automóviles-Electricidad
Cuarto*	1940-1970	1970-2000	Química-Aeronáutica-Informática-Biotécnica

* Algunos autores afirman que este ciclo no sería industrial, sino post - industrial

28 También se representan los ciclos cortos de Kitchitm (comerciales) o de los negocios.

Es de notar que la gran depresión (1929) fue interpretada por los políticos soviéticos como el fin del capitalismo, por lo tanto, la idea de *"posibilidad"* de resurgimiento de la economía deducible del esquema de Kondratiev sería considerada antirrevolucionaria para el mundo soviético. Kondratiev sería juzgado y condenado en las *"purgas"* de Stalin (1930). La interpretación oficial (Trosky) sería que la influencia de factores externos: políticas, guerras, descubrimientos técnicos, etc. habrían proporcionado el estimulo al crecimiento – ascenso, pues el *"exceso de ahorro"* no podría considerarse un factor con influencia tan persistente.

3. Algunos Intentos de Incorporación del Análisis Empirista al Análisis Teórico.

Diversos autores hacen referencias a las variables monetarias entre los cuales cabe recordar a Tugan Baranowsky (1894) quien hace énfasis en el *"ahorro, como – crédito monetario disponible"*. Wicksell (1898) relacionara el alza de la tasa de interés con la caída de la tasa de beneficios (interés real) para producir la caída de la inversión; lo cual conduciría a la depresión y viceversa. Cassel (1918) afirmará que la expansión monetaria implica un aumento de la demanda global: luego se estimulara la expansión. La reducción de la expansión monetaria conduciría a la depresión. Clark (1913-1917) señalará que la demanda de bienes de capital depende de la demanda de bienes de consumo, por lo cual la expansión de los bienes de consumo conduciría a una sobre inversión (efecto acelerador), y lógicamente a una caída de la tasa de beneficios. Por su parte, Pigou (1927-1933) intenta adaptar las ideas aportadas por el análisis empirista[29], relativas a la

29 En ese enfoque abundan elementos exógenos (extraeconómicos) en las explicaciones dadas. La discusión de ese enfoque incluiría los aportes metodológicos de Mitchell (1913). El empi-

periodicidad temporal en los resultados de los procesos productivos y comerciales, al análisis clásico, afirmando que la baja de salarios en la depresión proporcionaría el *"ahorro"* para estimular la inversión[30]. Pero los análisis mas novedosos corresponderán Schumpeter y a Hayek.

3.1. La Visión de Schumpeter.

El objetivo del trabajo de Schumpeter es explicar la dinámica del desarrollo y su forma ondulatoria (algo más que el crecimiento) a partir del equilibrio estacionario, destacando la importancia del progreso técnico y dando una versión del empresario que contrasta con la entidad abstracta del pensamiento marginalista limitado a ajustar cantidades de factores sobre precios anticipados. Históricamente percibía la era precapitalista como tendente al estado estacionario.

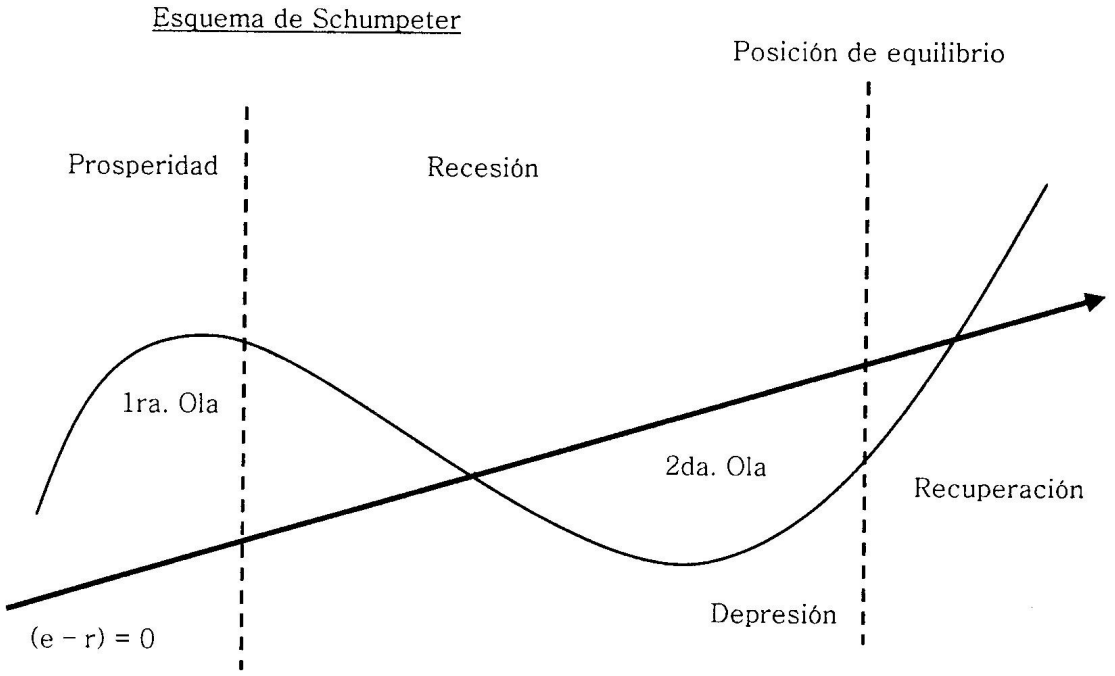
En su trabajo de 1939 –Business Cycles– considera el impacto de las *"innovaciones tecnológicas"* adelantadas por un empresario que actúa por sobre las condiciones del mercado alterando la regularidad bancaria; por lo cual su explicación acude a causas exógenas. Interpretando los aportes de Kitchin, Juglar y Kondratiev, señala que periódicamente, cada 50–60 años, aparecen *"racimos de innovaciones técnicas"*. El ciclo tendría cuatro fases: prosperidad, recesión, y recuperación. El mecanismo explicativo operaría sobre la base de la innovación (Primus Motor innovación/crédito). Pero en lo esencial el ciclo sería bifásico: ascenso y descenso y Schumpeter se preocupa por el ascenso; el descenso se produce por la generalización de la innovación (la sana competencia

---

rismo extremo (sin teoría económica) estará representado por el barómetro de Harvard (Bullok, Persons y Crum).

30 La ácida crítica keynesiana será que, si ello ocurre en el largo plazo, antes habríamos muerto todos.

que reduce las utilidades en una espiral de salarios nominales/precios: la inflación/auto deflación). No obstante el descenso, tal como se presenta en la gráfica, se mantendría una tendencia creciente. Así, no hay una verdadera crisis en el pensamiento de Schumpeter; el descenso equivale a una caída *"natural"* en el proceso de desarrollo, dada su característica dinámica (movimiento ondulatorio).



La innovación se materializa con el crédito/dinero creado ex-nihilo. Esta idea representa la posibilidad de romper la estática del equilibrio walrasiano con recursos, preferencias y técnicas dadas, en donde el dinero mercancía apenas es un velo del trueque. Así el equilibrio dinámico (la circulación económica) se obtendrá si los rendimientos esperados superan los costos, $e > r$; mientras que en la autodeflación ocurriría con la condición $e < r$. Solo la innovación permitiría de nuevo tener un $e > r$, lo cual es el elemento *"exógeno"* de la

teoría schumpeteriana. En síntesis, Schumpeter presenta un análisis dinámico a partir de los flujos relacionados con la inclusión del crédito, pero se le critica la rigidez de la periodización que establece en el desenvolvimiento de los ciclos y sobre todo la incapacidad de concretar las causas que motivarían la aparición de los *"racimos de innovación"* y su asociación con las estrategias de las grandes corporaciones[31].

3.2. La Visión de Hayek.

Si Schumpeter centra sus preocupaciones del lado de la tasa de ganancia, Hayek se refiere al desenvolvimiento de la tasa de interés y del riesgo. Observa entonces que:

a. La tasa de interés sube cuando sube el riesgo. Esta alza afecta negativamente la demanda de crédito.

b. Pero al tiempo que sube la tasa de interés aparecen disponibilidades monetarias adicionales (ahorros), Ocurriría entonces un descenso de la relación crédito/disponibilidades.

c. Finalmente considera que aunque el incremento crediticio pudiera realizarse sin límites, un aumento en los precios, por rendimientos decrecientes, frenaría el crecimiento de la demanda y el proceso del otorgamiento de créditos, por el incremento del riesgo pues en una situación extrema o de inflación, el dinero pierde su rol de unidad de cuenta, retornándose al trueque.

---

31 Debemos apuntar finalmente, que el trabajo de Schumpeter es ignorado olímpicamente por Keynes.

4. Un Caso de Reflexión: Los Años Veinte y la Gran Depresión.

4.1. Algunos Hechos.

a. Después de la guerra (1918) los insumos de guerra (metales), disminuyen, caen sus precios y los de las exportaciones agrícolas también. Los reacomodos (nuevas técnicas) crean desempleos. La proporción del salario en la renta baja. Sin embargo hubo sectores como el de la construcción que pudieron expandir su producción. Hubo acumulación de oro y el peso de la fiscalidad se ha trasladado desde las aduanas al ISLR.

b. Los recursos excedentes se colocan especulativamente en la bolsa incluyendo créditos para compra de títulos.

c. La dificultad para conseguir liquidez produce un alza de la tasa de interés y una caída de los rendimientos impulsando la liquidación de activos.

d. Los problemas bancarios (morosidad, liquidez, solvencia) producen salida del oro que lleva a la devaluación en USA y luego en Inglaterra.

e. El sistema de patrón oro (oferta limitada de liquidez internacional) desajusta los tipos de cambio (posición acreedor – deudor) lo cual impide a los bancos centrales cumplir su rol de prestamista de ultima instancia.

4.2. La Solución Política de la Crisis.

En USA bajo la influencia de los sindicatos (CIO) se produce un alza de los salarios (W) para adoptar el nuevo

modo de producción (en cadena o Taylor - Fordista) El operativo catalizador es el gasto deficitario del gobierno (New Deal de Roosvelt) Se relanza, el consumo y la inversión y se tiene así una base empírica que nutre al pensamiento Keynesiano. Teoría que minimiza el hecho de que los bancos reinician también un proceso expansivo de créditos.

Se tendrá *"consumo en masa"* para *"producción en masa"*: empresas gigantes con apoyo del Estado.

Apéndice II

El Algoritmo Walrasiano

Walras reemplaza las relaciones causa efecto por el concepto de función. Plantea un equilibrio general a partir de equilibrios para cada individuo y mercado. Así, el planteamiento fundamental es la interdependencia de los agentes con los mecanismos del mercado. Cada agente guiado por su interés propio (equilibrio individual) lleva al equilibrio parcial (cada mercado) y luego al general. Esto último ocurre porque existe la posibilidad de substitución entre cada mercancía.

Los precios que se determinan son relativos P, w, r; obteniéndose una migración óptima de recursos escasos y equilibrio con pleno empleo. En los parágrafos siguientes se especifican las condiciones de equilibrio por tipo de agente:

Equilibrio del Consumidor: El objetivo del consumidor es maximizar su utilidad U_i. Se podrá entonces escribir: $U_i = f_i (X_{1i} \cdots X_{ni})$ (Max. U_i) con la restricción: $Y_i = \Sigma\, p_j\, X_{ji}$.

f_i = Función de utilidad.
P_j = Precio de bienes.
Y_i = Ingreso del consumidor.

Equilibrio de la Empresa: En forma equivalente las empresas procuran maximizar su beneficio; pudiendo escribirse: $B_j = (X_j\, P_j - \Sigma\, P_i\, Z_i)$ siendo Z_i y P_i = Precios de insumos e insumos. Con las restricciones: $X_j = f_j (Z_i)$. f_i y productividades marginales iguales a los precios.

Equilibrio de Mercado: El equilibrio en los mercados supone que la Oferta iguale a la suma = Demanda Final mas la Demanda intermedia. Se escribirá entonces:

$$X_j = \sum_{i=1} X_{ji} + \sum_{j=1} Z_j$$

El Equilibrio General: Es la solución simultánea de los equilibrios de consumidores, empresas y mercados; la cual se obtendrá sumando, miembro a miembro las condiciones de equivalencia precedente. Ello conforma las ecuaciones independientes del orden que se expresa a continuación.

Ecuaciones independientes:

Consumidor: $U_{ji}/P_j = U_{mi}$ $\quad j = 1 \cdots m-1$, $i = 1 \cdots n$

$$Y_i - \Sigma P_j X_{ji}$$

Empresas: $f_{lj}/P_i = f_{mj}$ $\quad l = 1 \cdots m-1$, $j = 1 \cdots m$

$$X_j - f_j (Z_i) = 0$$

Equilibrio del mercado: $Xj = \sum_{1} X_{ji} + \sum_{1} Z_j \quad j = 1 \cdots m-1$

Se tendrá entonces: $n(m-1) + n + m(m-1) + m + m-1$ ecuaciones. Es decir $m(n + m + 1) - 1$ ecuaciones.

Las variables a ser determinadas son:

$m \cdot n =$ Cantidad de demanda por los consumidores (m bienes, n consumidores).

$m \cdot m =$ Cantidad de insumos en los m bienes.

$m - 1 =$ Precios de los bienes.

Es decir, $m \cdot n + mm + m - 1$

$m(n + m + 1) - 1$ variables.

- Luego el sistema estaría determinado (solución única) los precios serían eficientes y el beneficio normal equivalente a la productividad marginal del capital, o sea la tasa de interés.

- El dinero no es necesario pues opera después de la fijación de los precios. Se trata de un modelo de trueque.

Capitulo III

La Revolución Keynesiana o la Economía Monetaria

"Veremos que una economía monetaria es, ante todo, aquella en que los cambios opinión respecto del futuro son capaces de influir en el volumen de ocupación y no solo en su dirección; pero nuestro método de analizar la conducta económica presente, bajo la influencia de los cambios de ideas respecto al futuro, depende de la acción reciproca de la oferta y la demanda, quedando de este modo ligada con nuestra teoría fundamental del valor. Así nos acercamos a una teoría más general, que incluye como caso particular la teoría clásica que conocemos bien".

J. M. Keynes.

1. Introducción: La Preocupación por el Desempleo o Ajuste por las Cantidades.

Hemos visto que para el pensamiento liberal la solución a la crisis de desempleo como la experimentada en el período 1929-1938[1], en la fase depresiva del tercer ciclo radicaba en el aumento de las exportaciones y en la disminución de los salarios. Esta tesis se presentaba políticamente insostenible considerando que había sido instrumentada con una competencia de devaluaciones incluidos los Estados Unidos de América y Gran Bretaña y que habían países con elevado gasto público y una fuerte intervención de un Estado,

1 El desempleo en Gran Bretaña se situó en 22% en 1932.

en donde el mantenimiento del empleo tenía una alta prioridad política como en la Alemania hitleriana, en la Unión Soviética, y en la Italia musoliniana; con la consecuencia de que la crisis parecía tener menores repercusiones. El caso del Japón militarista, que también escapaba de la crisis, representaba una variante con alianzas entre el Estado, el trabajo y el capital, acudiendo a lealtades de ascendencia cultural.

En esta atmósfera política, observada atentamente por los sindicatos *"reformistas"*, o separados de la corriente marxista, y opuestos a la política de la deflación preconizada por la ortodoxia liberal, se presenta la visión de Keynes, orientada políticamente a buscar soluciones al desempleo mediante una decidida intervención del Estado previa revisión de las transformaciones experimentadas en USA[2] y en las economías estatizadas.

De allí que abordar el estudio de la obra keynesiana se facilita, según afirman diversos autores, y según el propio Keynes hiciera, a partir de la confrontación de las ideas o hipótesis de la visión ortodoxa - liberal a la cual Keynes denomino *"clásica"*[3], y que consta, según vimos, de las hipótesis siguientes:

a. La Ley de Say y su prolongación en el equilibrio general walrasiano.

---

2 En USA la adopción del Taylor-Fordismo, con aumentos de salarios y reducción de precios, instauró la *"producción y el consumo en masa"*, y ello estimuló la recuperación.

3 Esta denominación simplificada agrupa argumentos relacionados con las hipótesis de las Escuelas de Lausanne (Walras, Pareto), de Cambridge (Marshall) y de Viena (Wiser, Bomh - Bawerk) a la cual la historiografía económica denominada *"Corrientes Neoclásicas"* o resultantes en gran medida de la *"Revolución Marginalista"*. Como ya apuntamos a este grupo de autores, al cual Keynes delimita hasta Pigou, es el que denominamos *"posclásicos"*, reservando la denominación de *"neoclásicos"* a los autores de la ortodoxia liberal posteriores a Keynes.

b. El funcionamiento de los mercados con precios flexibles.

c. La neutralidad monetaria y su reflejo en la ecuación cuantitativa del dinero.

Examinemos entonces el trabajo de Keynes a partir del contraste con los principios señalados. Pero también cabe enfatizar que de la aproximación global: producción – repartición – acumulación, Keynes rescata la visión de flujos y su carácter ternario dentro de un triángulo: producto – ingreso – gasto. Pero, a diferencia del ancestro fisicrático, este circuito no se refiere a grupos sociales concretos (las clases sociales) sino al encadenamiento de funciones macroeconómicas: consumo, inversión etc. De allí que la explicación keynesiana de los desequilibrios del capitalismo liberal no se traduzca directamente en enfrentamientos sociales.

Cabe también decir que Keynes conserva del enfoque posclásico la consideración de comportamientos elementales, o análisis marginalista, pero vistos desde una perspectiva agregada (las llamadas propensiones y tasas marginales). De allí que los agregados no sean lógicamente ajustables por mecanismos de mercado (sujetos a hipótesis microeconómicas) sino que se articulan directamente mediante artificios originales como el multiplicador, que implícitamente consideran el paso del tiempo.

Así, el enfoque resulta dinámico, -aunque no el modelo- toda vez que no trata de explicar un estado de equilibrio, sino el resultado instantáneo de un proceso, dentro de unas condiciones que preconizan desajustes[4]. El resultado final es

4 Véase, entre otros autores, a Delfaud. P. *"Les Théories Économiques"* PUF, Paris. 1986.

la constatación de la insuficiencia de los mecanismos automáticos del mercado para conseguir un nivel satisfactorio de empleo, por lo cual es necesaria la intervención del Estado.

2. El Principio de la Demanda Efectiva y la Preferencia por la Liquidez.

Este principio desecha la ley de Say, según la cual para cualquier nivel de producción los costos de producción se gastan en la adquisición de bienes; por lo cual los empresarios se inclinan a incrementar el empleo, mientras haya disponibilidad de mano de obra; con la condición de aceptar una remuneración igual, en el margen, a la productividad marginal.

Para Keynes, en una economía monetaria la suma de los reclamos sociales en dinero: de trabajadores, de propietarios de factores productivos, de empresarios y de intermediarios financieros, constituye la demanda agregada; pero no todo el ingreso percibido en dinero se convierte en forma automática en demanda de bienes y servicios por la incidencia de la *"preferencia por la liquidez"*; entendiendo por esta la retención de una parte del ingreso bajo la forma de dinero y siendo incierto que la totalidad del ahorro vaya a la inversión. De allí que habrá un nivel de demanda inferior al de las remuneraciones o de distribución del producto. Ese nivel se llama *demanda efectiva* compuesta por el gasto de consumo y la compra de bienes de inversión más el resultado del intercambio externo (exportaciones e importaciones).

La retención de dinero ocurre, como se verá más adelante, porque *"cuando el ingreso real crece, el consumo total crece, pero no tanto como el ingreso"* (Keynes, 1936:38)[5] y

5 Expresado esto en una formalización elemental, se tiene: C = C(Y) ; dC/dY = 0; d2C/dY2 = 0.

porque la inversión es una variable dependiente de las probabilidades o expectativas de ganancias y de la tasa de interés[6], haciendo que su volumen no iguale al del ahorro.

Por supuesto, el equilibrio se alcanzaría si el ahorro igualase a la inversión, Pero ello no es forzoso, como suponían los *"pos clásicos"* porque el ahorro depende de la conducta de los consumidores y la inversión de la conducta de los empresarios (Keynes, 1936:71). Así, el desequilibrio señalado se traducirá en desempleo de la mano de obra y en acumulación de inventarios de bienes[7]. Los pormenores de los mecanismos que conducen al desequilibrio en los mercados reales es el objeto de los acápites siguientes.

3. La Determinación Exógena de Los Precios Relativos.

Si en la teoría ortodoxa – liberal los precios se ajustan por la interacción de la oferta y la demanda, según el razonamiento marshalliano (precios flexibles), en la óptica keynesiana, ello no ocurre así; pues los precios estarían pre determinados por razones institucionales o económicas y los ajustes ocurrirían en las cantidades.

3.1 El Precio en el Mercado de Trabajo.

Según la ortodoxia liberal (Pigou) en el mercado de trabajo, como en cualquier otro mercado, el salario real se ajusta para igualar la oferta a la demanda; pues el salario real debe

---

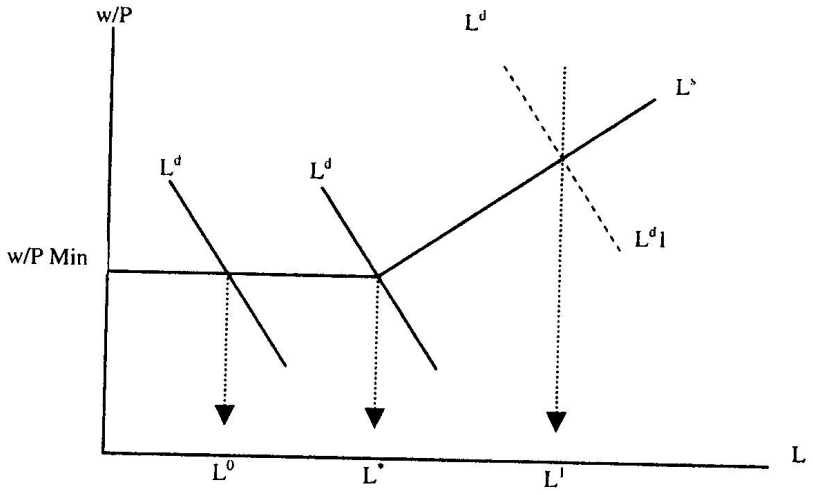
6 A estas probabilidades, con relación al futuro, las denomina *"eficacia marginal del capital"* (Keynes, 1936:140) y las compara con la tasa corriente de interés en el mismo sentido de Fisher. Es decir, compara la tasa que iguala los rendimientos descontados al capital invertido con la tasa de interés.

7 Siguiendo la práctica contable, ex post se considerara a la acumulación de inventarios como inversión, lo cual permitirá acercarse, siempre *"ex post"*, a la condición de equilibrio. Keynes (1936:107) admite este tratamiento corriente.

igualar al producto marginal del lado de la demanda y a la desutilidad (perdida del disfrute de ocio) del lado de la oferta.

Keynes no acepta razonamiento del lado de la oferta, en virtud de que los trabajadores necesitan de un salario mínimo real para subsistir; por lo cual no pueden variar su oferta por debajo de ese salario de subsistencia. El salario real no es entonces *un precio* sino una variable de distribución del producto que depende de los salarios nominales (w) y de los precios de los bienes (P) y por lo tanto puede representarse mediante la relación w/P.

Si se acepta ese principio, la totalidad de la oferta de trabajo estaría dispuesta a ocuparse al nivel del salario mínimo; pero sería inexistente a un nivel inferior. Por ello esa circunstancia puede representarse como una línea compuesta de una parte horizontal y una parte ascendente, ocupación por horas extraordinarias, si el salario real, fuese ascendente. En esas circunstancias una demanda de trabajo que disminuya cuando el salario real aumenta, fijará la posición de ocupación; la cual puede ser inferior a la correspondiente al pleno empleo L^*, según se evidencia en el gráfico.



Pleno Empleo

Así, para la demanda Ld_0, el volumen de desempleo involuntario estaría fijado por el segmento $L^0\ L^*$. Una demanda de trabajo desplazada a la derecha, L^d1, implica un volumen de horas extras equivalentes al segmento $L^*\ L^{1\ 8}$.

En síntesis, el mercado de trabajo keynesiano, no opera como el ortodoxo-liberal; pues los empresarios contratarían trabajadores en función de las expectativas de ventas y de ganancias. Es cierto que los trabajadores negociarán el salario nominal, pero al no controlar los precios de los bienes, el regateo resulta para el pensamiento keynesiano apenas una expectativa de defensa del nivel de vida. Ni el salario real, ni el nominal, serán entonces precios que limpien el mercado de trabajo.

3.2 El Mercado de Bienes.

En el mundo mercantilista los bienes, en general, eran *"mercancías"* y aunque en la ortodoxia liberal cabe la distinción de bienes de consumo y de bienes de capital, en el lenguaje de Walras estos últimos serán *"maquinarias"* y en el análisis de Bomh - Bawerk los instrumentos que permiten aumentar la productividad de los factores originarios. Será con Keynes que se precise la diferencia con consecuencias importantes.

a. Los Precios de los Bienes de Consumo.

Retomando los puntos de vista de Ricardo los precios de los bienes de consumo están relacionados con los costos y con las ganancias previstas; formulado todo en función del trabajo incorporado; por lo cual, en general los precios, P po-

---

8 Por supuesto es admisible que después de cierto nivel alto de salario; la oferta de trabajo extra se reduzca.

drán ser equiparados con la expresión w $(1 + \delta)$ donde w son los salarios nominales y δ la proporción de ganancias.

Los precios de los bienes serán pues ajustables en función de las expectativas de ganancias, pero nunca inferior a los costos incurridos porque ello llevaría a la quiebra[9]. En todo caso el pensamiento keynesiano convive con el discurso marshalliano sin mayor discusión; una vez aceptado que habrá expectativas no probabilizables sobre las ganancias y su influencia que alcanzarán los precios en situación *"ex - post"*.

b. Los Precios de los Bienes de Inversión.

Aunque la Escuela Austríaca discutió largamente el asunto, podemos aceptar que la ortodoxia liberal recoge la posición Walras - Fisheriana, según la cual, el valor de los bienes de capital se fija como *"equipos en préstamo"* y no es otra cosa que la tasa de interés. Así, en el mercado de bienes la tasa de interés haría compatible el costo de la *"impaciencia de consumir (ahorro) con la oportunidad de invertir"*. O con mayor precisión, la tasa de interés equilibraría la *"preferencia por el presente"* con el *"rendimiento del futuro"* de las inversiones realizadas independientemente de la forma concreta que adopten.

Ello no es aceptado por Keynes, en virtud de la naturaleza particular del dinero, único medio *"liquido"* y de la existencia de *"un nivel de preferencia por la liquidez"* y de su interacción con el rendimiento esperado del capital: *"eficacia marginal del capital"*.

---

9 La excepción, según el análisis marshalliano serán los precios de los productos perecederos, que en determinadas condiciones pueden rematarse a un nivel inferior al costo de producirlos.

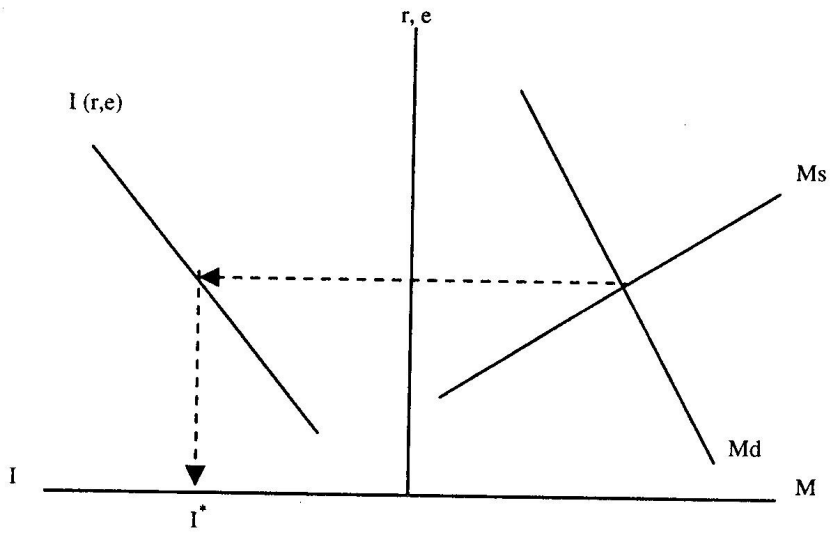
En efecto, para Keynes la conversión de moneda en títulos presenta un costo por la perdida de liquidez. Así el interés, como en la teoría mercantilista, es el *"alquiler"* del dinero determinado por la confrontación de la oferta y la demanda. La oferta es la cantidad de dinero puesta en circulación (masa monetaria) por la banca. La demanda la cantidad que los agentes no bancarios desean tener en stock. Esta demanda obedece a tres razones: transacción (proporcional al producto nacional a precios corrientes); precaución y especulación (o financiero) en atención a la incertidumbre del porvenir (Keynes, 1936:167). Esta parte de la demanda variaría en razón inversa del interés; debiendo resaltarse que dicha tasa, según Keynes, permite distribuir el ahorro entre títulos y la conservación ociosa de liquidez[10]. Así siguiendo a Robertson, Keynes sostiene que si la tasa de interés es muy baja, nadie tendría interés en tener títulos; y la tendencia a atesorar seria prácticamente infinita. O lo que es equivalente, nadie daría préstamos. Esta situación es la llamada por Robertson *"Trampa Monetaria"*

---

10 Ahora bien, *¿en que consiste la demanda de dinero?* En demanda para transacciones, por precaución y para especulación, que son los *"motivos"* keynesianos. Así, lo que se presenta a nuestra consideración son distintos mercados: bienes y títulos, para simplificar, los que constituyen los mercados que interactúan con el dinero. En el caso de los bienes, la contrapartida es el poder adquisitivo; pero en el caso de los títulos, el cambio ocurre entre moneda disponible en el futuro (títulos) por dinero presente, y el precio es la tasa de interés, que es el punto que examinamos. Según Keynes, la demanda especulativa aparece si la tasa de interés corriente se aparta de un nivel considerado normal sobre la base de la experiencia histórica. Así, la demanda especulativa desaparecerá si una tasa de interés se mantiene por un tiempo suficientemente largo para considerarla estadísticamente normal. En consecuencia, las tasas de interés se refieren al mercado de títulos y no a un mercado *"monetario"* que sería un híbrido. El mercado de títulos, con vencimientos a corto o a largo plazo busca distintos objetivos: a largo plazo se busca seguridad, a corto plazo se busca una combinación de liquidez y ganancias. Será entonces el mercado de títulos de corto plazo el referente obligado de las variaciones de la tasa de interés. Entre los títulos de corto plazo predominan los créditos bancarios; y con ello llegamos a lo que es obvio para cualquier actor: la tasa de interés referencial por excelencia será la bancaria, con sus componentes de riesgo Vs. garantía y su interacción con el tipo de cambio. Como Keynes no distingue entre dinero bancario y dinero público (base monetaria) la tasa de interés se fijará en el mercado de dinero.

Ahora bien, las motivaciones de los ahorristas son distintas de las relativas a los inversionistas. Estas últimas están relacionadas con el costo (tasa de interés) y con los rendimientos esperados. Así, Keynes establece una interacción entre la inversión y la eficacia marginal del capital que es una expectativa. Una vez conocida (aceptada) las condiciones del mercado monetario y dado que la inversión es una función negativa con relación a la tasa de interés, al contrastarse con la eficacia marginal se establecerá el monto de la inversión[11], tal como lo indica la secuencia gráfica en la Fig. 01.

Fig. Nº 01



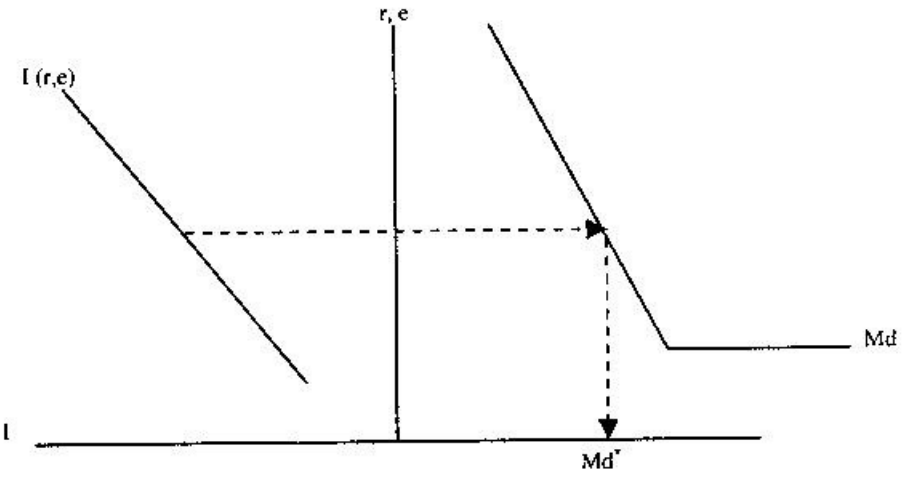
En otras palabras, la inversión nunca esta determinada por el ahorro previo, como postulan los clásicos, sino que

11 Keynes no acepta la utilización de las probabilidades como modo de aprehensión del futuro; y fija ciertas reglas para guiar la decisión. En su artículo de 1937 las precisa. (a).- El presente es la guía del futuro más que la observación cándida del pasado. (b).- El estado actual de la opinión se expresa en los precios. (c).- Cada agente se fia del juicio del grupo; así el agente se adapta a la *"convención"* sobre el comportamiento del mercado y no a la inversa. (d).- La tasa de interés *"normal"* será una *"convención"* y (e).- El agente actuará según la confianza sobe la *"convención"*; de allí que la preferencia por la liquidez expresa el grado de confianza. Así toda variación de puntos de vista sobre el futuro, se expresa en la demanda de dinero.

la inversión *"ex ante"*, determinara *"ex post"*, por la vía del incremento del producto, el ahorro necesario.

Pero si el monto de la inversión estuviese *"predecidida"*, sólo en función de las expectativas (eficacia marginal del capital) al tener que igualarse con los costos (tasa de interés), la variable a ajustarse seria la demanda de dinero (Keynes, 1937) como aparece en la Fig. 02.

Fig. Nº 02



4. La Refutación de la Neutralidad Monetaria.

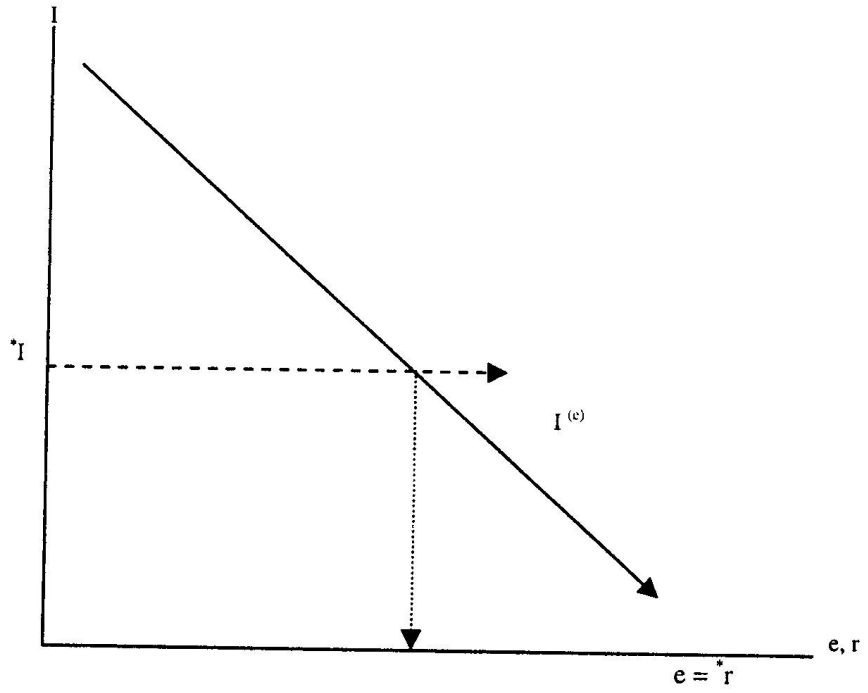
Por la ya visto, las variables monetarias quedan integradas a la economía real por la interacción de la *"eficiencia marginal del capital"*[12]. Como señala E. del Búfalo *"las remuneraciones factoriales nos son precios de mercado como los demás, su determinación escapa a los mecanismos objetivos del mercado y hay que buscarla más allá del ámbito económico. Keynes pone el énfasis en la psicología de las personas, en las expectativas que mantienen sobre el futu-*

12 *"La tasa de interés es el factor que ajusta al margen la demanda de dinero"*. Ver Keynes *"La Teoría General del Empleo"* The Quarterly Journal of Economics. Febrero - 1937.

ro"[13]. No obstante, cabe acotar que el precio del capital en la Bolsa de Valores tiene por objetivo, fijar la liquidez de los activos (guía de los riesgos reales o supuestos), señalando un dato objetivo para escoger entre la colocación y dejar el ahorro líquido. Así, de nuevo será la propensión por la liquidez la que determina el precio del capital.

Por ello, Keynes también niega que sea la eficacia marginal la que determine la tasa de interés, tal como ocurre en la Fig. 03, versión que atribuye a Marshall, (Keynes, 1936; 180) y, en general, a la teoría ortodoxa.

Fig. Nº 03

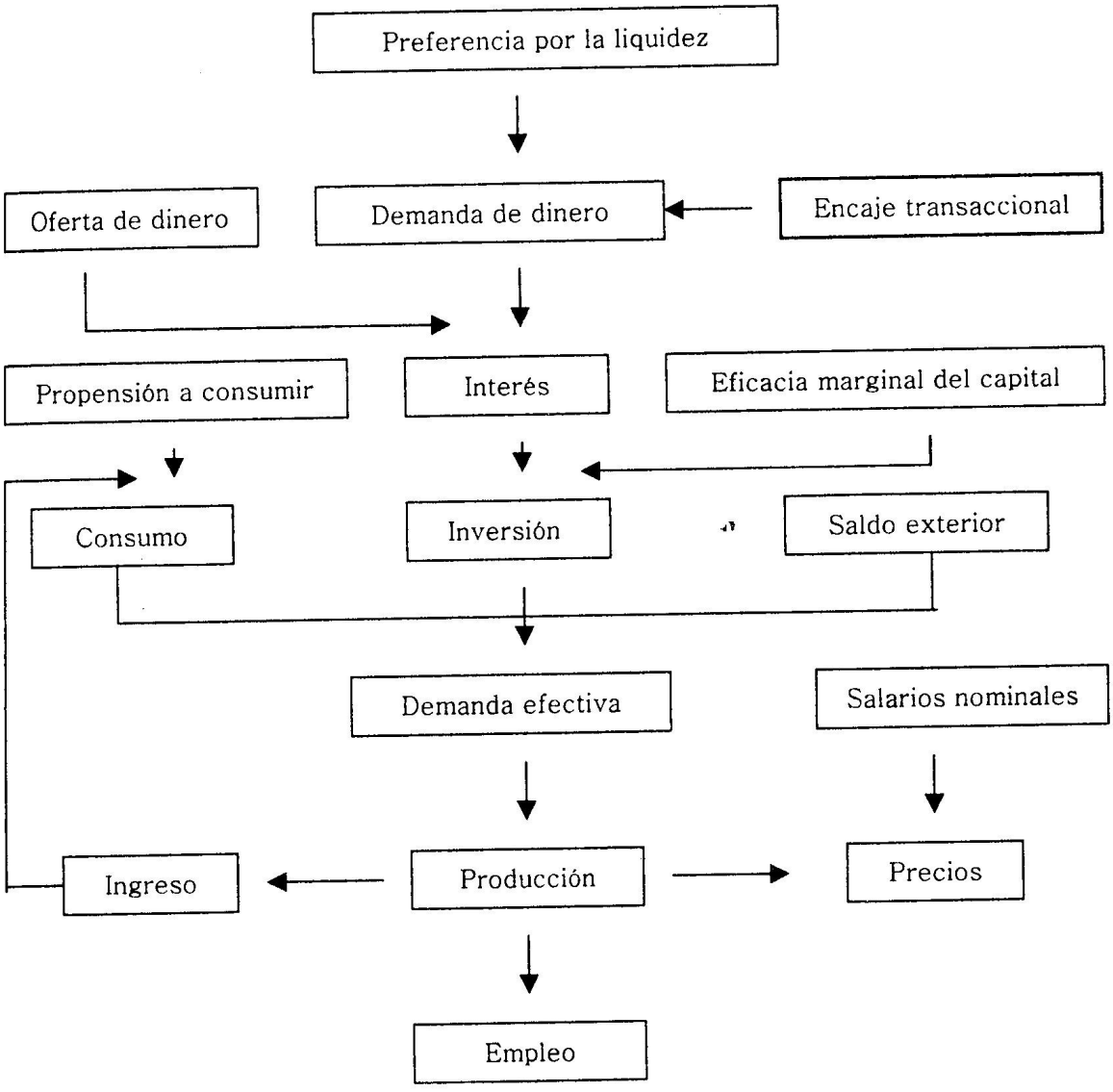


Finalmente diremos que con el trabajo ulterior de Tobin, nos familiarizaremos más con la relación entre precio del capital "q", la eficacia marginal del capital y la tasa de interés, al establecer q = R/r; pues toda anticipación optimista hará crecer a R (sumatoria de rendimientos esperados) al tiempo

13 E. del Buffalo (2002: 83)

que la preferencia por la liquidez y la tasa de interés disminuyen. Por ello, "q" se elevará a causa de esa doble influencia. Una expectativa negativa disminuirá R y hará crecer a r. La interacción de estos dos efectos explica así la volatilidad del valor bolsístico del capital. (Mourgues, 2000: 579). El esquema de conjunto de la visión keynesiana es el que se presenta a continuación.

Representación Esquemática del Razonamiento Keynesiano.



5: Las Funciones y el Desequilibrio Keynesiano.

5.1. La Función de Consumo Ahorro.

En el grafico Nº 1, el consumo, es una proporción del ingreso disponible (YD), mas un nivel mínimo C_0; al tiempo que el ingreso disponible es definido como la suma de los salarios W, los beneficios B y los gastos autónomos del gobierno G, deducidos los impuestos T. Podrá entonces escribirse:

$$C = C_0 + \alpha YD; \text{ siendo } \alpha = C/YD^{14}$$

O lo que es lo mismo:

$$C = C_0 + \alpha (W + B + G - T)$$

En esta función se supone un T equivalente a tY. Ello implica que en la medida que T crece, es decir si t se incrementa, la función se desplaza hacia abajo.

Fig. 01

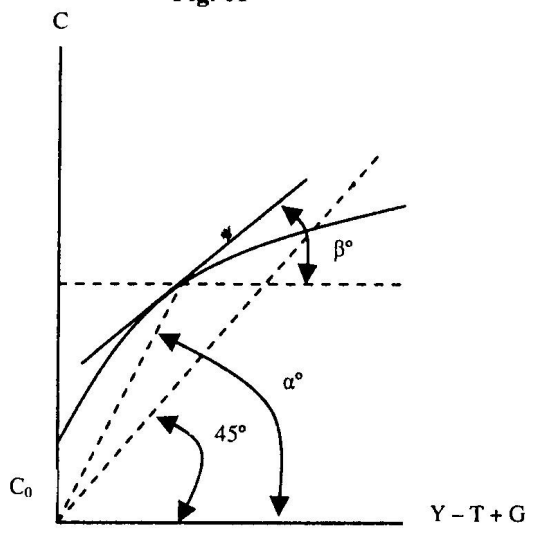
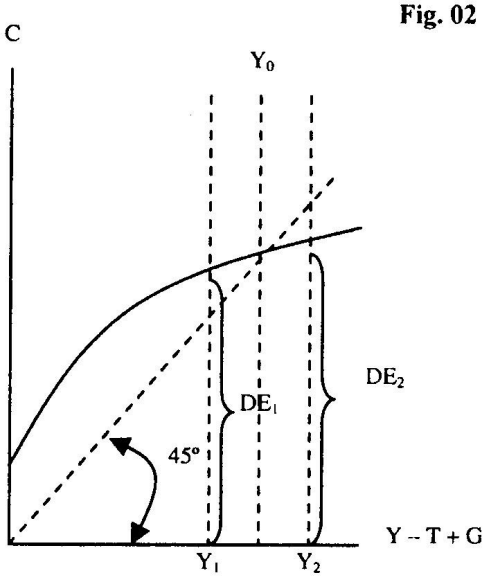


Fig. 02



C/Y = α : Propensión Media.
δC/δY = β: Propensión Marginal.

14 Los cambios en α denotan desplazamientos sobre la curva y los cambios en T, G, y en t, desplazamientos de la curva.

En el grafico Nº 2, Y_0 es el punto de equilibrio de la demanda efectiva DE y el ingreso disponible; es decir YD_0 = DE. Con la demanda efectiva DE_2 sobrarían productos y con la DE_1 habría un exceso de demanda.

En el grafico Nº 3, se representan las *"filtraciones"*; es decir, la suma de los ahorros y de los impuestos. Gráficamente las filtraciones se calculan como la diferencia entre la diagonal de 45 grados y el consumo.

Fig. 03

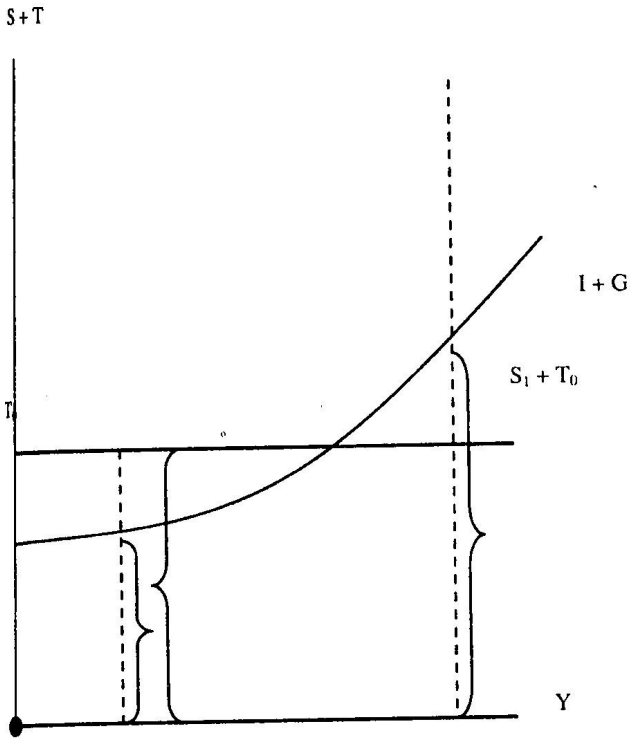
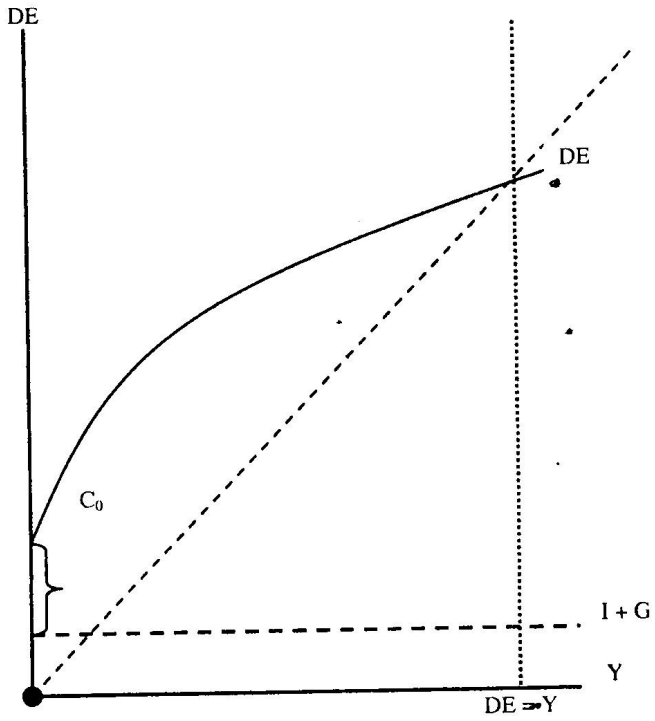


Fig. 04



Como la inversión y los gastos gubernamentales son funciones independientes de la renta disponible, su representación equivale a una paralela del ingreso. Así, un aumento en G y en I desplazará la recta de los ingresos disponibles.

5.2. EL Desequilibrio entre la Demanda Efectiva y el Ingreso.

En la figura Nº 4, la igualdad entre la suma del consumo C y de la inversión I, o demanda efectiva DE, y el ingreso disponible YD, representada por la recta con ángulo de 45 grados, define la posición de equilibrio. La noción de equilibrio implica que las empresas adecuarán la producción a los pedidos. Tal como se vio en los gráficos precedentes, los pedidos pueden ser insuficientes o excesivos; definiendo posiciones diferentes de desequilibrios.

5.3. El Multiplicador.

La propensión marginal a consumir ($\propto$), definida como dC/dY es de considerable importancia (Keynes, 1936:116), porque permite precisar como se dividirá el siguiente incremento de la producción entre consumo e inversión. En efecto, dado que $C = cY + C_0$; se puede escribir $Y = cY + C_0 + I$; lo cual equivale a escribir $Y(1-c) = C_0 + I$; de donde $Y = (C_0 + I)/(1-c)$. Para un incremento de I definido como dI, se tendrá un incremento de Y, definido como dY. Por lo tanto se podrá escribir:

$$dY + Y = (C_0 + I + dI)/(1-c).$$

Restando Y de ambos miembros queda: $dY = dI/(1-c)$; por lo cual se puede calcular cuantas veces se incrementará el ingreso con un incremento de la inversión, llamando multiplicador al valor (k) que alcance la fracción $1/(1-c)$.

La importancia de este mecanismo sobrepasa al del cálculo aritmético, pues permite generalizarlo para cualquier tipo de gasto exógeno, incluido el gasto deficitario gubernamental; el cual será sufragado ex post con los aumentos de renta gravable. Este será, entonces, el centro de la política

keynesiana para aumentar la demanda efectiva y disminuir el desempleo.

Dentro de este cuadro de análisis, siguiendo a Delfaud (1991:103), los efectos posibles de la política, que se discutieron fuertemente a mediados del siglo XX, pueden esquematizarse a partir de cálculos sencillos.

En efecto, para el sistema

$$I(r) = S_p\,(YD) + S_g \quad [1]$$
$$M = L_1\,(Y) + L_2(r) \quad [2]$$

En donde S_p es el ahorro privado, Sg el ahorro público, L_1 la demanda transaccional de dinero, y L_2 la demanda especulativa y considerando las relaciones siguientes:

a = propensión a invertir = $-\Delta I / \Delta Y$;
s = propensión al ahorro = $\Delta S/\Delta Y$
l1= propensión a conservar dinero transaccional = $\Delta L_1/\Delta Y$
l2 = propensión a conservar dinero especulativo = $-\Delta L_2/\Delta Y$

A partir de diferenciar las ecuaciones (1) y (2) se obtienen los multiplicadores (3) y (4) siguientes:

$$\Delta Y = dG\ \{\ 1/s[1+(l1/s)\ (a/l2)]\ \}\ [3]$$
$$\Delta Y = dM\ \{\ 1/l1[1 + (s/l1)\ (l2/a)]\ \}\ [4]$$

Se hallará entonces, para los casos límite como la *"trampa de liquidez"* ($l2 = \infty$) y de a = 0 que $\Delta Y = \Delta G\ (1/s)$, es decir el multiplicador simple; Pero si suponemos l2 = 0 (inexistencia de demanda especulativa o caso post clásico) que $\Delta Y = 0$ para todo incremento de G y que $\Delta Y = \Delta M$

(1/11) incremento nominal del ingreso, conforme a la ecuación cuantitativa.

6. La Crítica a la Ley de Say – Walras y la Neutralidad del Dinero.

En una economía de trueque el ingreso y el producto son necesariamente iguales como lo expresa la Ley de Say: la oferta crea su propia demanda, al reclamar cada participante en la producción una parte de lo obtenido por la acción conjunta[15]. Pero en una economía monetaria hay la posibilidad de retener dinero y no asistir al mercado, haciendo que la demanda por bienes y servicios sea inferior a la oferta. En esas condiciones el mecanismo del mercado no puede asegurar que todo lo que se ofrezca será retirado toda vez que, como se expuso en el acápite anterior, los precios no son ajustables en la medida que suponía la ortodoxia – liberal.

El mecanismo ortodoxo tiene otro supuesto: si un bien deja de producirse causando la desocupación de los factores, la demanda se trasladará a otro bien, ocupando los recursos dejados en libertad. Esta posibilidad de sustitución, en promedio y en el largo plazo, garantiza, bajo los supuestos liberales la ocupación plena.

Pero la demanda por dinero impide que la sustitución ocurra, pues su producción conlleva costos mínimos, aun tratándose de la las monedas mercancías; lo cual impide considerar la demanda de dinero como neutral con relación al empleo. Así, para Keynes, la preferencia por la liquidez (demanda

---

15 Esto determina que la posición de *"equilibrio"* entre gastos e ingresos se represente mediante una recta con 45º de inclinación.

monetaria) imposibilita el equilibrio del mercado de empleo y en general impide la ocupación plena de los factores.

Son entonces dos los argumentos que conspiran contra el equilibrio general concebido a la manera walrasiana de limpieza de todos y cada uno de los mercados: el no cumplimiento de la sustitución y la determinación exógena al menos para los precios en dos mercados, el de trabajo y el de capitales.

7. Una Formalización de la Visión Keynesiana en Términos de Mercados.

Para identificar resumidamente las funciones y definiciones de Keynes en términos de la visión de mercados, con fines de compararlos con los modelos post - clásicos, basta añadir a las variables definidas allí, las correspondientes a la propensión al consumo (c), a la eficiencia marginal del capital (q), a la demanda transaccional (M_1), a la preferencia por la liquidez (M_2), obteniendo, entonces el cuadro siguiente:

Modelo de Keynes	Trabajo	Bienes	Dinero
Oferta	$L_s = L\left\{{}^{+}_{w/P}\right\}$ $w = w$	$Y_s = k\,(K_o + Id)$ $k = 1/(1-c)$ $P = P$	$M_s = M_0$
Demanda	$L_d = L\left\{{}^{-\ +}_{w,q}\right\}$	$I_d = I\left\{{}^{-\ +}_{r,\ q}\right\}$ $q = q$ $C_d = C_0 + cY$ $c = c$ $Y_d = I_d + C_d$	$M_2 = M\left\{{}^{-}_{r}\right\}$ $M_1 = M(Y)$ $M_d = M_1 + M_2$
Ajustes	L_s , L_d	Y_s , Y_d	M_d, r

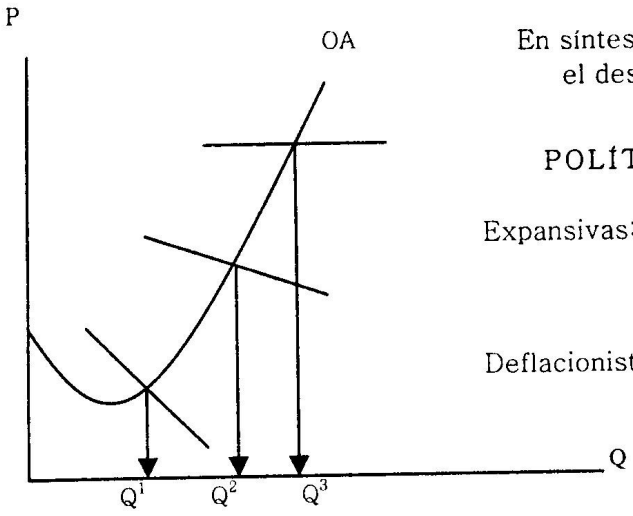
Así, para seis variables endógenas o dependientes: Y_s, L_s, L_d, r, Y_d, y M_d, se tienen seis variables exógenas: q, w, P, M_0, K_0, c; lo cual permite resolver el modelo como un sistemas de ecuaciones, una vez precisadas las ecuaciones de comportamiento.

8. Síntesis de la Política Keynesiana.

En proceso similar al análisis del planteamiento teórico cabe revisar esquemáticamente, la política de Keynes, mencionando sus desacuerdos con la política pos clásica:

- La reducción del salario no conduce al pleno empleo (puede haber *"equilibrio"* con desempleo; hay desempleo con demanda insuficiente).
- Incentivar el ahorro que no necesariamente se convierte en inversión acentúa la insuficiencia de la demanda efectiva.
- La inflación no se controla restringiendo el incremento monetario.

Como se infiere del análisis teórico un descenso en la demanda laboral no reduce los salarios por la presencia de la acción sindical; luego solo se logrará aumentar el desempleo. Por lo demás el incremento del ahorro equivale al descenso del consumo y ello baja el rendimiento de las empresas e; luego la eficiencia marginal del capital será inferior a la tasa de interés $e < r$ y por lo tanto se instaura o se refuerza un proceso recesivo. Lo pertinente será estimular el crecimiento de la demanda efectiva a través del gasto exógeno, o, alternativamente, propiciar el descenso de la tasa de interés.



En síntesis la demanda determina el desempleo y la inflación

POLÍTICA KEYNESIANA

Expansivas: G ↑; T ↓
r ↓; M ↓

Deflacionistas: G ↓; T ↑
r ↑; M ↑

Capítulo IV

La Integración del Dinero al Equilibrio Walrasiano

"En un sentido amplio, la demanda de dinero es por necesidad y siempre especulativa. No hay una demanda por el dinero mismo, sino sólo como medio de efectuar compras en el futuro. Por consiguiente, está siempre expuesta influencias provenientes de las previsiones respecto al futuro"

J. R. Hicks.

1. Introducción: La Visión de Hicks.

En 1937, Hicks publica una interpretación de la obra de Keynes *"Mr. Keynes and the Classics"* que tendrá trascendencia, toda vez que Keynes no le hace mayores objeciones[1] y que tiene el merito de intentar resumir el pensamiento keynesiano en un lenguaje geométrico marshalliano, dentro de una modelización walrasiana. Se trató así de integrar la incidencia dinámica del dinero, relacionada con los flujos o visión de *"circuito"*, centro de la economía keynesiana, al análisis estático del equilibrio general de mercados[2]. En efecto, el articulo en cuestión *"redefine"* la teoría keynesiana

---

1 Existen respuestas indirectas en su artículo de 1937 y en otros posteriores.

2 Como vimos en la economía clásica, el dinero no participa en el proceso económico, salvo como referente cuantitativo. Al incorporarse en análisis en términos de oferta y demanda, se requiere justificar la presencia de este mercado adicional eliminado desde el comienzo por Walras.

sobre la base de dos funciones (curvas): la primera referida a la relación ahorros – inversión (IS) como visión del mercado de bienes y la segunda a la relación liquidez – moneda (LM); de allí el nombre de modelo *"IS-LM"*.

Este modelo alcanzará gran divulgación con los trabajos y publicaciones de Hansen y Samuelson, entre otros, además de las subsiguientes obras de Hicks,[3] convirtiéndose en *"el manual"* de la macroeconomía *"Standard"* y de la discusión sobre la eficacia de la política fiscal y monetaria de una tercera parte del siglo XX, pues su lógica no será cuestionada hasta iniciarse la sexta década de dicho siglo.

En las revisiones, ulteriores por diversos autores del artículo seminal de 1937 de Hicks, la integración del mercado monetario se intenta recurriendo a hipótesis variadas. Las primeras pertenecen a fuentes neoclásicas, incluyendo a Pantinkin, con remembranzas a Pigou, y se refieren a condicionantes temporales y a los llamados *"efectos ingreso y riqueza"*; posteriormente los neokeynesianos, recurren a las imperfecciones de la información y en general argumentan que solo la incertidumbre justifica su presencia. El caso extremo de esta última postura nos lleva a los modelos del *"desequilibrio"*.

En conjunto, el problema se plantea a partir de argumentos microeconómicos, lo cual nos remite a su interacción con la macroeconomía. Al estudio de estos asuntos dedicaremos el presente capítulo y el Nº VI.

---

3 Particularmente Valor y Capital de 1939.

2. El Equilibrio IS-LM como Equilibrio General de Mercados

El modelo IS-LM es concebido como un equilibrio general de cuatro mercados prototipos: bienes y servicios, títulos, trabajo y dinero; y una vez especificadas las funciones de oferta y demanda en dichos mercados se pasa a una representación gráfica. Como en el modelo walrasiano, para que se alcance el equilibrio general será suficiente que se encuentren las condiciones de equilibrio sobre tres de ellos $(n-1)$[4].

Como se trata de un modelo con doble origen, serán entonces las hipótesis de Hicks con relación a la interacción (efecto substitución) las que definan el modelo. Estas hipótesis son: el mercado de títulos tiene un comportamiento especular con relación al mercado de dinero; por lo cual bastara razonar con relación a los tres restantes. A continuación se supone que el mercado de trabajo es independiente y se ajusta según las variaciones del salario nominal, como en la teoría posclásica[5]. Para hacer que este modelo tenga un *"sabor"* keynesiano las funciones de oferta y demanda de los mercados de bienes y de dinero se definen, aproximadamente, como las funciones macroeconómicas de Keynes. La IS *"inversión-ahorro"* se refiere a los niveles de equilibrio entre la inversión (función decreciente en relación a la tasa de interés) y el ahorro (proporcional al gasto). La

---

4 En efecto Hicks construye un modelo reducido de Walras, corregido en el sentido de incluir el mercado monetario, sin posibilidad de eliminación, y haciendo del precio del trabajo un caso particular. El mercado de títulos será el redundante en el sentido de Walras, por lo cual el modelo keynesiano se transformará en un caso particular del walrasiano; modelo ignorado voluntariamente por Keynes.

5 Hicks, sigue a un sistema reduccionista, en 1939:290, señala que, con objeto de presentar reglas formales bastará reducir el sistema a un triangulo consistente en tres clases de *"bienes"* mercancías, valores y dinero. Los tres *"bienes"* originan dos precios relativos: el de las mercancías y el de los valores o tasa de interés. El supuesto de fondo es que las tres parejas que puedan formarse sean sucedáneos y una cuando más, complementaria. Finalmente supone que el dinero y los títulos son sucedáneos próximos.

demanda monetaria en función del ingreso y de la tasa de interés; enfrentando a una oferta exógena.

La interacción entre las funciones IS y LM permite obtener una posición de equilibrio entre el ingreso nacional y la tasa de interés[6]. Finalmente se anexará el mercado de trabajo. Si la demanda de empleo, relacionada con el nivel de ingreso, es menor que la oferta, se presentará una situación de subempleo. Así, la interacción de los tres mercados permitirá determinar el ingreso la tasa de interés y el volumen de empleo.

El cuadro sinóptico siguiente resume las ecuaciones de Hicks, siguiendo de cerca la versión gráfica (IS-LM), debiendo notarse que las funciones de oferta se aproximan más a los postulados posclásicos que a las hipótesis keynesianas, como se observa si se compara dicho cuadro con la formalización presentada al final del capítulo anterior.

Modelo de Hicks	Trabajo	Bienes	Dinero
Oferta	$L_s = L\left\{\overset{+}{w/P}, L_0\right\}$ $w = w$	$Y_s = Y_d$	$M_s = M_0$
Demanda	$L_d = \left\{\overset{-}{w}\right\}$	$I_d = I\left\{\overset{-}{r}, \overset{+}{q}\right\}$ $C = cY$ $c = c$ $Y_d = Ic + Cd$	$M_d = M_1\left\{\overset{-}{r}\right\} + M_2\left\{\overset{+}{Y_d}\right\}$
Variables de Ajuste	L_s, L_d	Y_d	M_1, M_2, M_d

6 Como afirma Hicks (1937), el ingreso Y y la tasa de interés r son determinados simultáneamente por el punto de intersección de las curvas IS - LM. Así, un cambio en la incitación a invertir o en la propensión a ahorrar (multiplicador) conlleva consecuencias sobre la tasa de interés. Pero, ¿Puede aumentarse el ingreso dada una cantidad de dinero? Los precios podían bajar, pero el modelo no tiene mecanismos de ajuste automático para esa variable. Además, ¿Cómo se distribuye el uso del dinero entre transacciones M1 y precaución - especulación M2? Debería aceptarse, dentro de la lógica del modelo, que M2 sea creciente en detrimento de M1. como ello no sería posible, por el aumento de las transacciones interrelacionado con el aumento de los ingresos, necesariamente debe ocurrir un desplazamiento de LM a la derecha para dejar invariable a r y el único canal disponible para ello es la adquisición bancaria de títulos nuevos. Es decir, por el canal financiero que ha sido dejado de lado por Hicks (ver Rizzo 1996: 184 - 191). Ello conduce a que la omisión del mercado de títulos deba ser subsanada.

Las variables incluidas en el cuadro precedente se definen así:

Y_s, es la producción.
Y_d, es el ingreso global.
C, es el consumo corriente.
I_d, es la inversión neta total
M_s, oferta nominal de dinero medida en unidades monetarias, idéntica a M_0 predeterminada.
M_d, es la demanda nominal de moneda descompuesta en M_1 (motivo transacción) y en M_2 (motivo especulación).
L_s, es la oferta de mano de obra expresada en unidades de trabajo.
L_d, es la demanda de mano de obra en unidades de trabajo.
r, es la tasa de interés.
w, es la tasa de salario nominal, predeterminada.
P, es el nivel general de precios, predeterminado.
q. eficiencia marginal del capital, predeterminado.

El sistema de ecuaciones correspondiente tiene siete variables endógenas: L_s L_d, Y_d, M_1, M_2, M_d, r. Las variables exógenas son: L_0, M_0, c, q, w, y P. Se tienen, además, dos ecuaciones de balance: $Y_d = Y_s$; $M_d = M_0 = M_s$.

La especificación de las funciones incluidas en el cuadro sinóptico son:

a. La oferta de bienes es igual a su demanda y a la postre de ella depende el volumen efectivo de empleo L_d. El factor capital supuesto constante no interviene sino para fijar la escala de la producción en el corto plazo. Se supone adicionalmente $\varphi' K_0 > 0$ y $\varphi'' K_0 < 0$ (rendimientos decrecientes).

b. La función de consumo hace depender el consumo corriente del ingreso global; de manera proporcional según un coeficiente c o propensión marginal a consumir, comprendido entre 0 y 1.

c. La función de inversión establece una relación creciente entre la inversión y la diferencia (q – r) de la eficacia marginal del capital q y de la tasa de interés r. Cuando q se supone fija (corto plazo) la inversión será decreciente en función de r.

d. La oferta de dinero se supone que varía de forma exógena.

e. La función de demanda de dinero se descompone en la demanda transaccional proporcional al ingreso y en una demanda especulativa decreciente con relación a la tasa de interés. Lo anterior se expresa formalmente así: $L'_1 > 0$; $L''_2 < 0$.

f. La función de oferta de trabajo depende del salario nominal (ilusión monetaria). Sabiendo que la tasa de salarios nominal es fija en el corto plazo, también lo será la oferta de trabajo. La oferta de trabajo define el nivel de pleno empleo; pero ella no es igual al empleo efectivo L. El nivel efectivo se determina por la demanda de trabajo.

g. La función de demanda de trabajo se deduce del postulado marginalista según el cual la demanda debe ser tal que la productividad marginal del trabajo y la tasa del salario real sean iguales.

Excluida la función de oferta de dinero, las seis funciones restantes pueden clasificarse en dos grupos: las que encontramos normalmente en el análisis clásico a saber: la de producción, relacionada con la distribución entre salarios y

beneficios; la de demanda de dinero, relacionada con la inflación y la oferta de mano de obra, relacionada con el desempleo.

El segundo grupo corresponde a las funciones típicas keynesianas a saber: la de consumo, la de inversión y la demanda de mano de obra.

2.1. La Representación Gráfica de los Equilibrios Hicksianos.

Siguiendo a Poulon (1982: 35-37) se trata de representar gráficamente las condiciones de equilibrio particular de los mercados y del equilibrio simultaneo. Atendiendo al movimiento de las manecillas del reloj, el cuadrante derecho inferior de la Fig. 01 muestra la relación I (q, r). El cuadrante 2º recoge la condición I = S y el 3º la función Y(S). El cuadrante 4º muestra la relación (Y, r) como solución (IS) para todos los valores de Y, r que permiten que se cumpla la condición I = S.

Fig. 01

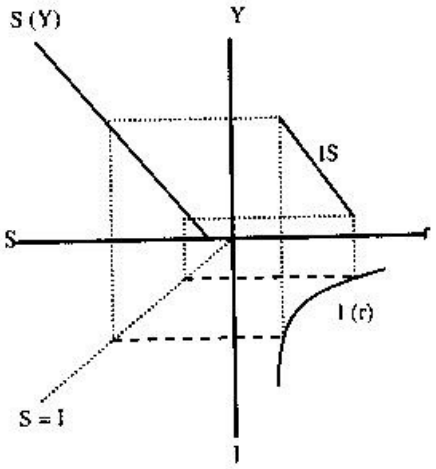
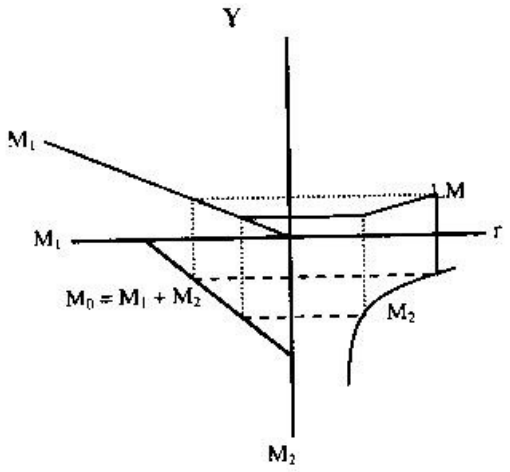


Fig. 02



Un procedimiento similar aplicado en la Fig. 02 muestra en el 2º cuadrante la cantidad M_0, para alcanzar la solución LM para todos los puntos de Y, r que hacen que se cumpla la condición $M_0 = M_1 + M_2$.

La Fig. 03 muestra una oferta de mano de obra decreciente con relación al salario, hasta un nivel mínimo; y finalmente la Fig. 04 demuestra que la intersección de IS con LM es un equilibrio temporal, dado que no se alcanza el pleno empleo.

Fig. 03

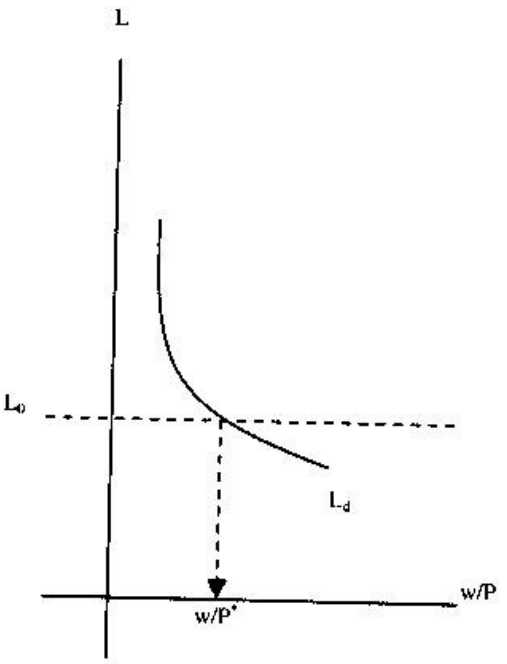
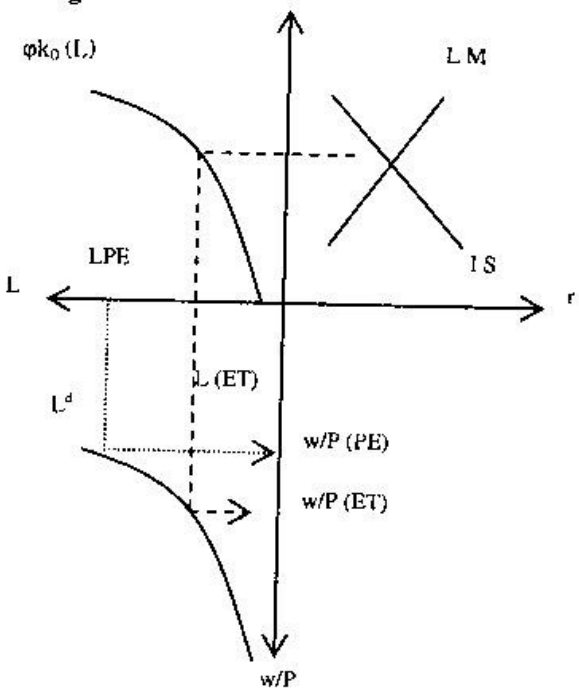


Fig. 04



El nivel de pleno empleo (LPE) determinaría un salario w/P (PE); pero la relación IS-LM determina un equilibrio temporal en L (ET) con salarios w/P (ET) de equilibrio temporal. Causa del desequilibrio: la rigidez salarial.

2.2. La Política en el Modelo IS – LM.

Como vimos en el modelo IS – LM es un espacio bidimensional identificado por el producto y la tasa de interés. La curva IS nos muestra las diferentes combinaciones entre producto e interés de forma tal que describe el equilibrio en el mercado de bienes; y la curva LM, nos muestra las combinaciones de producto e interés que llevan al equilibrio en el mercado de dinero. La intersección de estas dos curvas muestra los valores de producto que permiten el equilibrio simultáneo del mercado de bienes y del mercado monetario.

El modelo permite observar la interacción de las variables reales y monetarias, por lo que el multiplicador de las políticas de demanda tendrá un componente vinculado a la *"economía real"* y a la *"monetaria"*. El modelo permite evaluar el impacto de las distintas políticas que dependerá de la inclinación que presenten las curvas IS y LM. Así la efectividad de la política monetaria será mayor en cuanto más se acerca la curva LM a la vertical y en cuanto la curva IS se aproxime más a la horizontal. Lo contrario regirá para la política fiscal.

Todo lo anterior señala que, salvo el caso límite de la *"trampa de liquidez"* un cambio en la oferta monetaria afecta al tipo de interés directamente a través del impacto inicial e indirectamente a través de los cambios en la inversión y en la renta. En el mercado de bienes puede tener lugar la misma clase de reacción; la introducción de innovaciones tecnológicas desplazaría a la derecha a la función de demanda de inversión, ocasionando cambios en el nivel de los ingresos; pero ello debe conducir a aumentar la cantidad de dinero demandado por motivos transaccionales. Si suponemos constante la oferta de dinero deberá disminuir la retención por especula-

ción, lo cual modificará el nivel de la tasa de interés··· originando nuevas reacciones,

En otras palabras, el modelo permite también observar el impacto de las transformaciones en la demanda agregada. Así, ante un incremento en la inversión, mediante el cual la curva IS se traslada a la derecha, se obtendrá un nuevo punto de equilibrio que dependerá de la pendiente de la curva LM. Si esta fuera vertical, se modificará el tipo de interés y si fuera horizontal, se modificará el nivel del producto. Cabe destacar, que esta síntesis enfatiza el rol de la demanda en la determinación del producto, sin considerar las condiciones de la oferta.

La incorporación al modelo de la llamada curva de Phillips (1958) que muestra una relación inversa entre precios y desempleo, permite considerar los movimientos pro cíclico de los precios; mostrando en cierta forma, el impacto de las restricciones de oferta (empleo). Ello permite escoger entre niveles de inflación y desempleo. Esa discusión pierde importancia en la medida que las expectativas de inflación se ajustan como consecuencia del conocimiento del comportamiento del corto plazo (expectativas racionales).

3. El Modelo de la Economía Abierta.

Corresponde a las modificaciones que se introducen al modelo IS–LM al considerar que la economía nacional interactúa con el resto del mundo. La apertura engloba tres aspectos: *"la apertura de los mercados de bienes"* que se refiere a la posibilidad de elegir bienes y servicios extranjeros; *"la apertura de los mercados financieros"*, referida a la posibilidad de elegir activos financieros externos y *"la apertura de los mercados de factores"* o relativa a la posibilidad de elegir un

espacio distinto del nacional para producir, o la posibilidad de los trabajadores para desplazarse a otros territorios.

En éste acápite, haremos referencia a los aspecto mencionados, siendo de notar que las decisiones de elección señaladas implica referirnos a los conceptos de tipo de cambio y a las implicaciones sobre las funciones IS y LM.

3.1. Tipos de Cambio Nominal y Real y Relación de Arbitraje.

En el mercado de divisas, de acuerdo a la oferta y a la demanda, se producirá una variación de la relación de intercambio directa entre los volúmenes intercambiados de dinero *"o tipo de cambio nominal"* (ch) o precio de la moneda extranjera expresado en moneda nacional. Pero si nos interesamos por el mercado de bienes también puede evaluarse el precio de los bienes extranjeros en términos de los precios nacionales *"o tipo de cambio real"* (ε). La relación entre ambos precios (el nominal y el real) se obtiene con la expresión siguiente: $\varepsilon = ch\ (P^*/P)$ en donde P^* es el deflactor o índice de precio de los bienes extranjeros y P el equivalente nacional.

De forma similar, cuando se escoge entre valores nacionales y extranjeros hay que considerar los rendimientos respectivos (r; r^*) y las variaciones del tipo de cambio nominal ch; señalando que la situación de indiferencia (preferencia idéntica por unos u otros títulos) corresponde a la de retornos idénticos.

Atendiendo a que hay dos cambios de moneda involucrados: uno con valor conocido y otro con valor esperado en el futuro, se podrá escribir: $(1 + r_t) = (1/ch)\ (1 + r^*_t)\ ch^e_{t+1}$

en donde ch^{e}_{t+1} es el valor esperado en el futuro del tipo de cambio **ch.**[7]

3.2. Influencia sobre el Mercado de Bienes.

En una economía abierta, la demanda de bienes producidos nacionalmente resulta afectada por las importaciones en negativo y por las exportaciones en positivo. En general, un aumento de la demanda global provoca un aumento menor en la producción nacional de la economía abierta que en la cerrada; pero un aumento de la demanda externa provocará un incremento de la producción interior. Estos resultados estarán afectados por los cambios en el tipo de cambio.

En efecto, un aumento del tipo de cambio real ε o devaluación de la moneda nacional, aumenta las exportaciones, disminuye la demanda de bienes extranjeros, pero aumenta su precio. Por lo tanto, para que la balanza de intercambio mejore tras una depreciación, las exportaciones deberían aumentar mucho más que el encarecimiento de las importaciones. Si esto ocurriese, se dirá que ha habido el cumplimiento de la condición Marshall – Lerner. La experiencia indica que dicho proceso ocurre después de un deterioro previo de la balanza comercial por el efecto aumento del precio de las importaciones; pero con el tiempo, las exportaciones aumentan. Se dice entonces, que la trayectoria del saldo de la balanza comercial se asemeja a la curva de la letra **jota.**

Una consecuencia del comportamiento como lo supone la curva **jota**, es que el aumento de las exportaciones eleva la producción o renta, y dados los supuestos keynesianos, un

---

7 Como se usa un valor esperado, la relación de paridad se denomina *"descubierta"*. Si existe un precio de compra – venta futuro pactado, la relación de paridad se califica de *"cubierta"*.

aumento menor que proporcional del consumo; es decir, un aumento del ahorro sobre la inversión potencial, lo que implicaría una reducción del déficit comercial.

3.3. Influencia sobre el Equilibrio Financiero.

De acuerdo con la condición de paridad de intereses, que establece que el tipo nacional r debe ser igual al extranjero r^* más la tasa esperada de depreciación de la moneda nacional $(ch^e_{t+1} - ch_t) / ch_t$ se puede escribir que:

$$r = r^* + (ch^e_{t+1} - ch_t) / ch_t \qquad [1]$$

A partir de [1] se puede demostrar (Blanchard, 1998: 244) que:

$$ch = ch^e/(1 + r - r^*) \qquad [2]$$

Lo que indica que un alza de la tasa nacional de interés provoca una reducción del tipo de cambio y viceversa.

3.4. El Equilibrio de los Mercados de Bienes y Financieros.

La producción y el equilibrio del mercado de bienes está afectado por el tipo de cambio y por la tasa de interés; pudiendo escribirse:

$$Y = C (Y - T) + I (Y, r) + G + XM (Y, Y^*, ch)$$

Siendo XM (Y, Y^*, ch) el saldo comercial.

A su vez, el equilibrio del mercado financiero es:

$$(M/P) = YL (r)$$

Como la condición de paridad implica según vimos que:

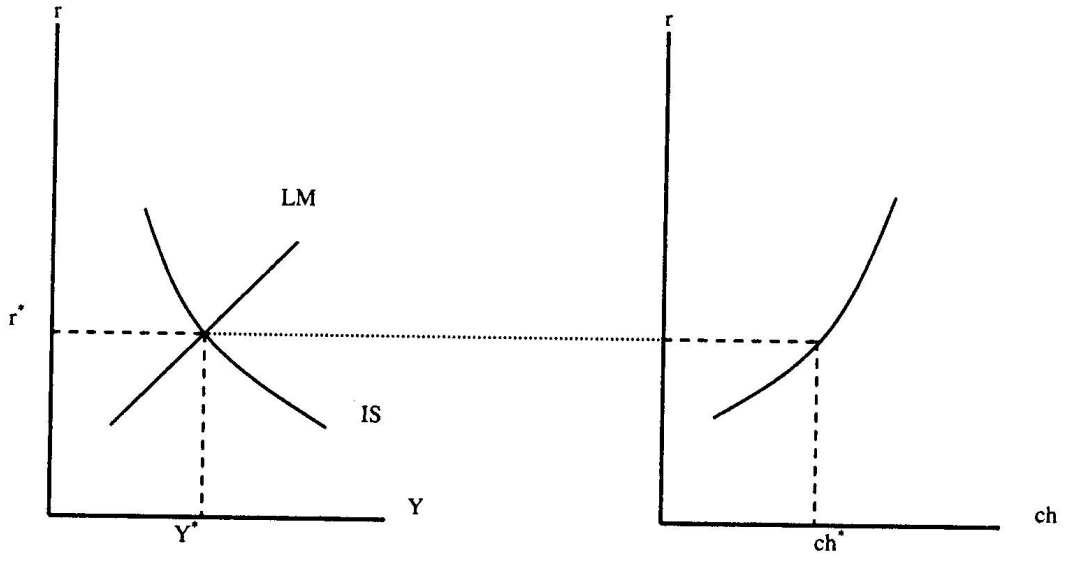
$$ch = ch^e/(1 + r - r^*)$$

Utilizando la condición de paridad en el mercado de bienes se tendrá:

$$IS: Y = C(Y-T) + I(Y, r) + G + XM(Y, Y^e, ch^e/(1+ r - r^*)$$
$$LM: (M/P) = YL(r)$$

Examinando la relación IS se observa que un alza de la tasa nacional de interés provoca una reducción de la inversión, y por ello de la demanda de bienes nacionales, con ello la oferta monetaria se hace excedente y provoca una depreciación (alza del tipo de cambio) de la moneda nacional, una reducción de las exportaciones y del consumo; y en general de la demanda de bienes nacionales. Es decir, las variaciones del tipo de interés y del tipo de cambio operan en sentido contrario, si evalúan las transacciones de capital y en el mismo sentido observando el mercado monetario*.

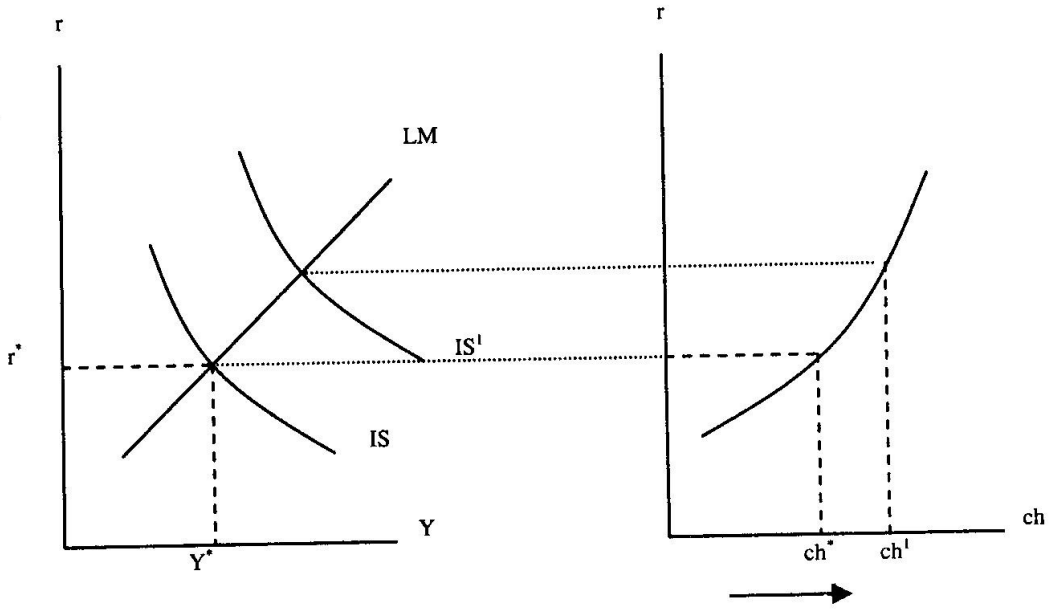
Gráficamente se tiene:

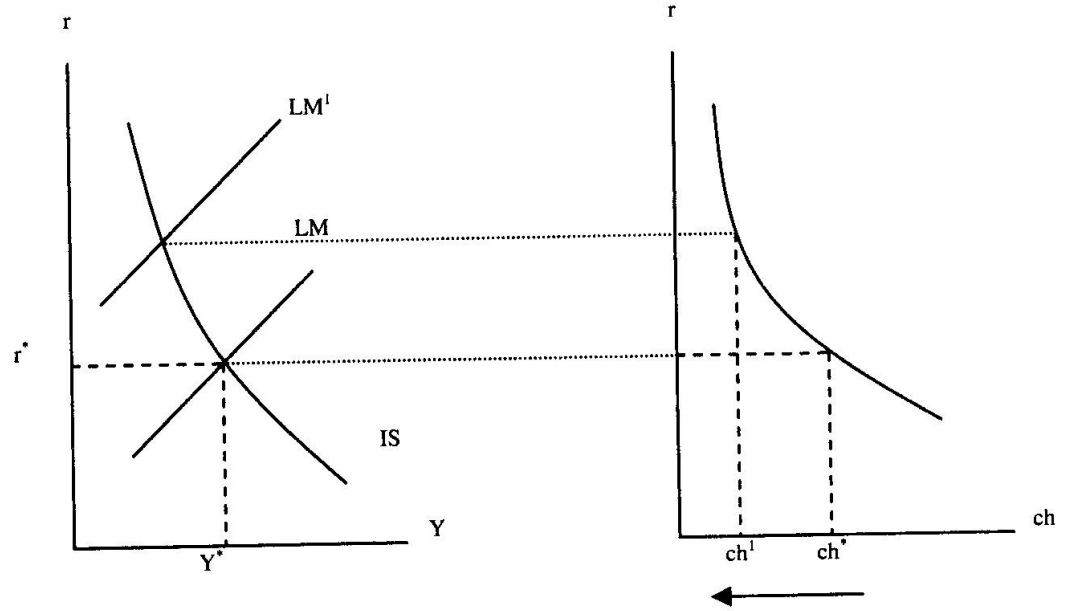


* Esta contradictoria apreciación sólo puede resolverse empíricamente, pues la curva (r, ch) es una resultante de las políticas fiscal y monetaria.

3.5. Los Efectos de las Políticas Fiscal y Monetaria.

Resultan entonces evidentes los efectos de los cambios en la relación (r, ch) a partir de las políticas.



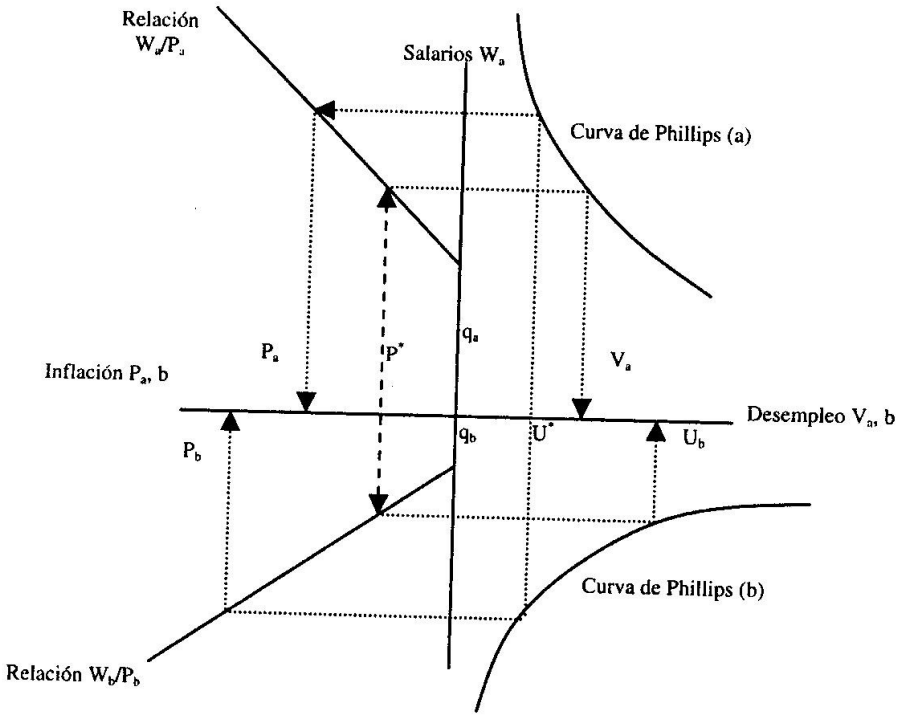


✓ Un aumento del gasto público o disminución de los impuestos (desplazamiento IS a la derecha) aumenta la tasa de interés y disminuye el tipo e cambio.

- ✓ Una reducción de la oferta monetaria (desplazamiento de LM a la izquierda) aumenta la tasa de interés y disminuye el tipo de cambio.
- ✓ La disminución del tipo de cambio (apreciación) reduce las exportaciones y aumenta las importaciones. Si el punto de partida fuera el equilibrio comercial, se tendría como efecto un déficit comercial. Si el punto de partida fuese deficitario, se incrementaría el déficit comercial. El déficit presupuestario tiende a provocar el comercial*.

3.6. Trade Off entre Inflación y Tasa de Desempleo.

De acuerdo con De Grauwe (1983), se puede establecer un análisis a partir de las curvas de Phillips para establecer las diferencias de inflación correlativas a una tasa de desempleo común supuesta la movilidad de los factores.



* Estos análisis se refieren al caso de que la moneda no sea de reserva internacional.

- ✓ Así, una misma inflación P^*, conduce a tasas de desempleo diferentes. Una misma tasa de desempleo U^* conduce a inflaciones distintas.
- ✓ Como la tasa de inflación se relaciona con el tipo de cambio y con la tasa de interés, el análisis gráfico anterior equivale a un análisiS del trade off entre el tipo de cambio y el desempleo.

4. Criticas al Modelo IS – LM.

Como vimos la relativa sencillez del manejo del modelo IS–LM, justifica la marcada inclinación a su uso; pero ello no obsta para liberarlo de las críticas. Una primera observación es que dicha síntesis *"falsea"* a Keynes y a Walras; pues ambos autores consideran la interacción simultánea de los tres mercados; y en el modelo de Hicks el mercado de trabajo es presentado independientemente. En el caso de Walras además habría que considerar que en cada mercado el equilibrio se caracteriza por la condición de igualdad de la oferta y la demanda en todos los mercados y la determinación simultánea de un vector de precios. El modelo IS–LM, no cumple estas condiciones. Desde el punto de vista de Keynes el mercado de trabajo no puede ser tratado independientemente; sino asociado al tratamiento integral proveniente de la visión de flujos especificada en el principio de la demanda efectiva.

Cabe destacar también que el ajuste walrasiano se caracteriza porque los precios se adaptan a los cambios en las cantidades y ocurre en el corto plazo (casi instantáneamente, por lo cual cabe postular funciones continuas o diferenciales) mientras que el ajuste keynesiano supone cambio en los stocks; así el ajuste keynesiano (inspirado en el de Marshall)

debe ocurrir en el mediano plazo, requiriéndose una postulación matemática discreta o en diferencias .La consecuencia de lo anterior es que el ajuste walrasiano es convergente o dinámicamente estable, mientras que el keynesiano no lo será necesariamente[8].

Desde la visión neoclásica también se han hecho criticas al modelo IS-LM; refiriéndose a las funciones usadas. Así se señala:

a) que el ahorro (S) no depende solo de la magnitud del ingreso; pues interactúa conjuntamente con la tasa de interés. Por ello la expresión de equilibrio debería escribirse como: I (r) = S (r). Esto expresaría el equilibrio del mercado de capitales y no el del mercado de bienes.

b) que la demanda de dinero se supone relacionada sólo con las transacciones, escribiéndose Md' P = kY o ecuación de Cambridge, siendo k el inverso de la velocidad circulación en la expresión MV = Y P; y.

c) que la oferta de trabajo es función del salario real y no del nominal.

De allí que la tasa de interés equilibre el mercado de capitales; mientras que el equilibrio del mercado de dinero ocurre independientemente, por la igualación de la demanda a una oferta exógena. El ajuste del mercado de trabajo también será independiente por la variación de los precios de los bienes y del salario nominal; los cuales se suponen flexibles. Así el modelo seria tricotómico; es decir, sin la interacción walrasiana.

---

8 Sargent, en un intento de modernizar el esquema IS-LM retoma el modelo en tiempo continuo, lo cual corresponde a la lógica walrasiana y no a la keynesiana.

Finalmente, debemos señalar que el esquema IS - LM, sobre la base de la hipótesis de especularidad entre el mercado monetario y de títulos deja a oscuras la formación de la tasa de interés, debilitando la lógica operativa del modelo y por consiguiente su aplicabilidad política.

Apéndice I

El Equilibrio Keynesiano visto como Caso Particular de Walras

En su trabajo de 1939, Hicks se propone dinamizar el equilibrio walrasiano considerando la influencia de las expectativas y originando el concepto de equilibrio temporal, haciendo del caso keynesiano una situación particular del walrasiano que retoma su característica de generalidad.

En el equilibrio walrasiano, la determinación de los precios relativos permite la realización inmediata de los intercambios. Esta situación hace inútil la presencia de dinero, salvo como unidad de cuenta. Cuando se considera la presencia del dinero, los precios obtenidos no son rigurosamente los de equilibrio y los mercados tampoco entrarán en equilibrio. La situación será entonces de *"equilibrio temporal"*, pero contiene elementos suficientes (inestabilidad por las expectativas) para permitir su evolución. Para Hicks, los planes particulares de los agentes dependen de los precios presentes y mercados de *"futuros"*; por lo tanto, *"cerrar"* un mercado será un proceso intertemporal. Las anticipaciones dependen de elementos objetivos (el pasado) y de elementos subjetivos (prima de riesgo) que puede asociarse a desviaciones del precio promedio; con lo cual se tiene una idea sobre la variación de los precios (elasticidad de las expectativas). Dicha elasticidad (e) estará comprendida entre 0 y 1 ($0 \leq e \leq 1$), estableciéndose

que si es igual a 0, los precios no variarán, pero menor que en el pasado si igual a 1, al mismo ritmo y si mayor a 1, a un ritmo mayor. En este último caso, las previsiones sobre la tenencia de dicho dinero no serán iguales a las del pasado (no serán optimas) y los agentes intervendrán en los mercados para optimizar su situación.

Hicks considera entonces que al modelo walrasiano le faltaba una ecuación para hallar la tasa de interés monetaria (tasa de préstamos); la cual rescata del modelo keynesiano. Como Keynes, Hicks estima que títulos y créditos son sustitutos estrictamente relacionados; por lo cual, el razonamiento del mercado de títulos será el inverso del monetario. Puede, por supuesto trabajarse con el mercado de títulos y se llegará al mismo resultado. La tasa de actualización de los títulos será la del interés monetario, que equilibrará ambos mercados.

En conclusión, las rigideces institucionales de ciertos precios (salarios e interés), explican el *"equilibrio temporal"* y las anticipaciones elásticas conducen a los ajustes. La aversión al riesgo (preferencia por la liquidez), explica la situación de sub - empleo (caso keynesiano); que no será otra cosa que un caso particular del equilibrio general walrasiano. Será entonces suficiente entender el período de análisis sacándolo del corto plazo (el de las rigideces) y extenderlo a la manera de Friedman, para que la teoría cuantitativa reencuentre su importancia.

Apéndice II

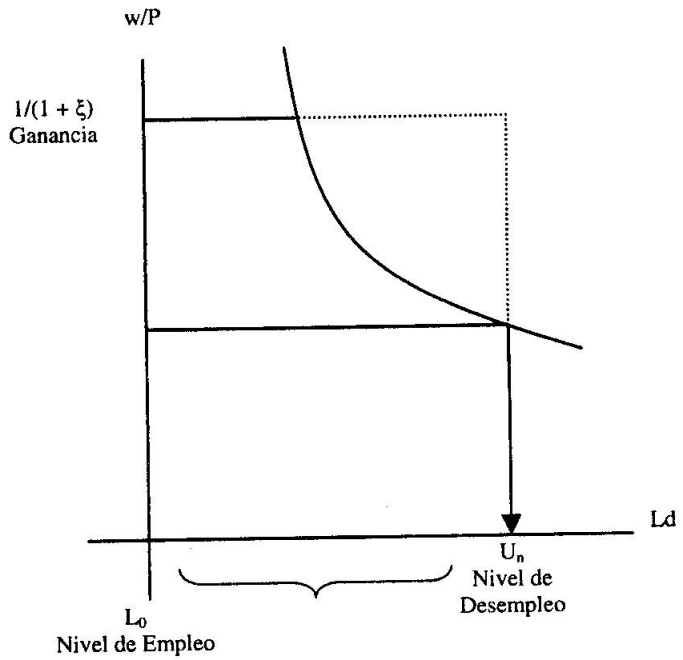
El Mercado de Trabajo y la Curva de Phillips

1. La Microeconomía Laboral.

Una mayor producción requiere, en general, un incremento al empleo y consecuentemente un alza en los salarios. El mayor costo de producción que ello implica ejercerá una presión sobre los precios y eventualmente sobre los salarios. *¿Cómo es el ajuste entre precios y salarios?* Ello es el propósito de éste apéndice.

Los salarios son el resultado de un regateo colectivo entre empresas y sindicatos y éste regateo depende en mucho de la naturaleza del trabajo. En general, mientras menos especializado el regateo estará en favor de la empresa. El segundo factor que influye en los salarios son las expectativas sobre los precios según vimos y el tercer elemento es la productividad, esto, lo podemos explicar con $W = P^e$, F (U, Z). De acuerdo con el análisis de costo, el precio puede expresarse en función de los salarios; siendo $P = (1 + \xi)\, w$; en donde ξ es la ganancia o *"mark up"* que limita el equilibrio del empleo, o sea $P = w$. Por su parte el salario puede ser expresado como $w = P/ (1 + \xi)$; relación que enfatiza los precios presentes antes que los esperados. La ganancia a su vez, puede expresarse como $P/w = 1 + \xi$ y será una relación positiva con los precios y negativa con relación al salario. Una forma usual de visualizar esta relación, es a la inversa;

denominada salario real $w/P = 1/(1 + \xi)$. Escogido el *"Mark up"*, la función determina el salario real.



Curiosamente la tasa de desempleo de equilibrio U_n se denomina tasa natural de desempleo o tasa estructural de desempleo. Se puede escribir entonces $w/P = F(U, Z)$ siendo U la tasa de desempleo y los incrementos de beneficio (productividad). En consecuencia se tendrá: $w = P_e, F(U, Z)$.

2. La Oferta Agregada.

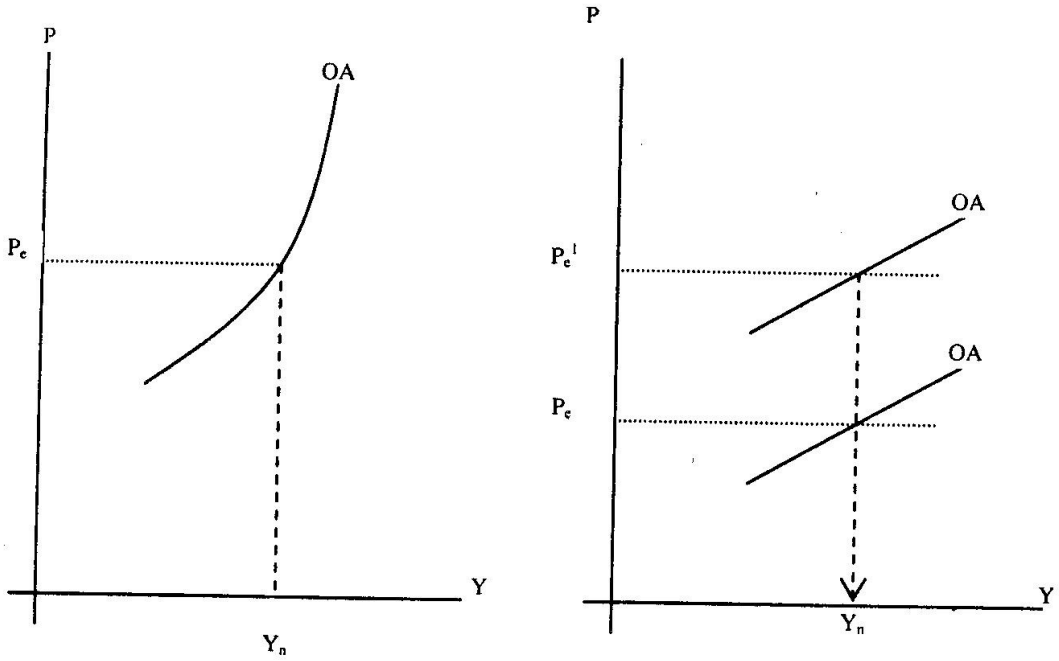
De acuerdo a lo visto, podemos centrar la atención en las ecuaciones relativas a salarios y precios:

$$W = P^e T(U, Z)$$
$$P = (1 + \xi) w$$

Combinando estas dos ecuaciones se puede escribir:

$$P = P^e (1 + \xi) F(U, Z)$$

De donde se puede graficar:

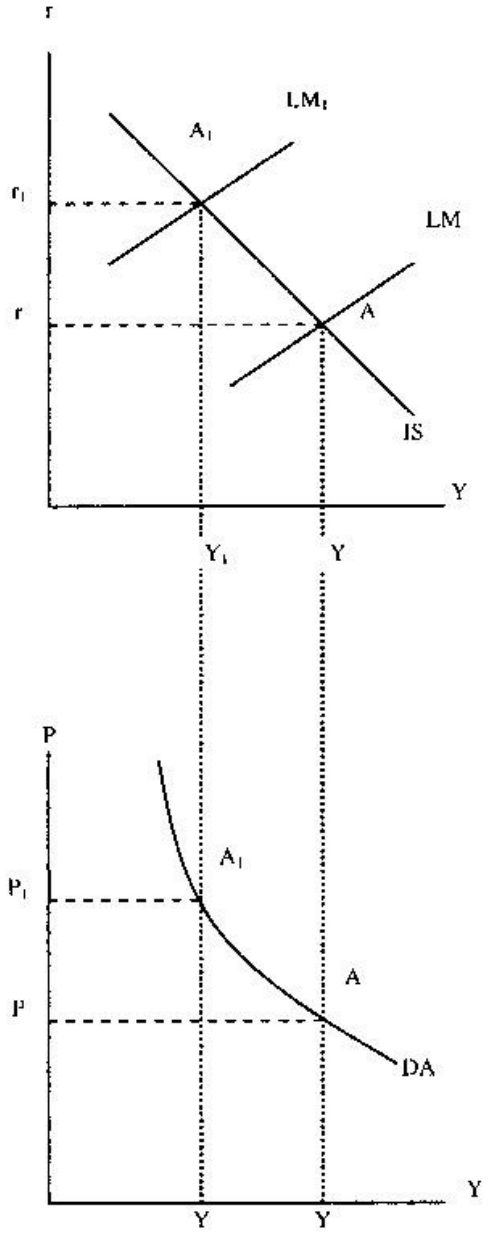


Cuando el precio esperado se desplaza, al alza, también lo hace la oferta agregada, pero el producto real permanece estable.

3. La Demanda Agregada.

La función de demanda agregada puede inferirse de las funciones:

$$IS: Y = C(Y - T) + I(Y, r) + G$$
$$LM: M/P = YL(r)$$



Los cambios pueden deberse a contracciones y expansiones de M, pero también en la tasa de interés. Así, un aumento de r a r_1 desplaza la curva LM a LM_1, con un decrecimiento del producto de Y a Y_1, lo cual también se expresa como un alza en los precios de P a P_1 en el entendido que la curva de demanda agregada es:

$$Y = Y(\overset{+}{M/P}, \overset{+}{G}, \overset{-}{T})$$

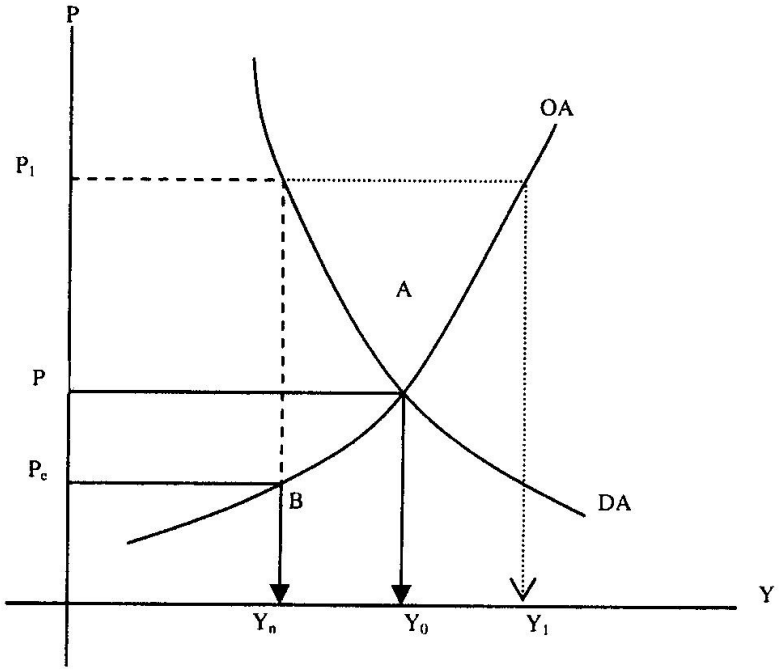
La conversión es: u = Tasa de de desempleo = D/L = 1 − N/L = 1 − Y/L; entonces: precio = pe (1 + ξ) F (1 − Y/L, z) siendo

D = desempleo; L = empleo; N = Población Activa y Y = Producto.

4. El Llamado Equilibrio de Mediano Plazo.

De acuerdo con lo visto, las funciones de oferta y demanda agregada son:

OA: $P = pe\ (1+ \xi)\ F\ (1 - Y/L, z)$
DA: $Y = y\ (M/P, G,T)$



En la gráfica, el punto de equilibrio es A, para el nivel de precio P con un producto Y_0. El equilibrio depende, de acuerdo con la ecuación de los precios esperados P_e; si los precios fuesen P_1, el nivel de producto debe ubicarse en Y_n (menor que Y). Dejada la economía sin mayor del gobierno, ¿que debería ocurrir?

a) Un menor precio requiere una menor demanda monetaria y ello implica un exceso de oferta monetaria y una caída de la tasa de interés.

b) La disminución de la tasa de interés debe aumentar tanto, la demanda (corto plazo) como la oferta (mediano plazo).

c) La demanda debe ajustarse a la oferta y ello implica un P_1 mayor que debería corresponder a un Y_1 inexistente.

d) El mayor precio debe hacer declinar la demanda por lo cual el único punto estable es el P con Y_0.

Movimientos similares pueden explicarse si se aumenta exógenamente el gasto del gobierno, o los impuestos; llegándose a la conclusión de que los movimientos de corto plazo, responden a variaciones en la tasa de interés y las de mediano plazo con variaciones en la producción.

En síntesis el modelo de oferta y demanda apropiada permite expresar los movimientos en el producto y en los precios como resultado de variaciones en los mercados de bienes, dinero y trabajo. Un aumento en la oferta agregada implica aumentos del producto. Aumenta el empleo, los salarios y los precios. Un aumento de la demanda agregada puede conducir a incrementos de la tasa de interés y a un decrecimiento del producto en el mediano plazo. Estas apreciaciones sobre el corto y el mediano plazo son las que producen desacuerdos importantes entre los economistas.

5. La Curva de Phillips.

En 1958, A. W. Phillips, estableció en "The relation between Unemployment and the Rate of Change of Money Wages in the United Kingdom 1861-1957"; una relación empírica inversa entre el desempleo y la inflación en el Reino Unido. Dos años más tarde Paul Samuelson y Robert Solow replican

el trabajo de Phillips para los Estado Unidos entre 1900 y 1960. Pero la relación deja de verificarse a partir de 1970, mostrando alta inflación y alto desempleo. ¿Cómo explicar esta situación? De acuerdo a lo visto, Phillips se preocupa por la relación que antes definimos como oferta agregada, que ahora se expone con relación explicita al tiempo:

$$\underset{+}{P} = \underset{+}{P^e} (i + \xi) F (U_t, z)$$

Especificando la función F, al modo de Blanchard (1999: 150):

$$F (\xi_t, z) = 1 - \propto u_t + z$$

Y reemplazando en la ecuación original tendremos:

$$P_t = Pe (1 + \xi) (1 - \propto U_t + 2)$$

Lo cual puede ser reescrito, como sugiere Blanchard (1999:165):

$$\Pi_t = \Pi_t^e + (\xi + z) - \propto U_t$$

En donde Π_t es la tasa de inflación, Π_t^e, la inflación esperada y U_t el desempleo; encontrando así la relación dicha de Phillips, si suponemos que la inflación esperada es nula. En otras palabras, el desempleo bajo conduce a altos precios, y la petición de mayores salarios conduce a la espiral salarios – precios.

¿Por qué ocurre el cambio en los años 70? Ello ocurre cuando las expectativas de inflación nula se desvanecen: $\Pi_t^e \neq 0$ (Blanchard 1999: 154–155). Este razonamiento fue anticipado por Friedman[9] y Phelps[10] en 1968. Ello desato una controversia, pues desde el punto de vista político quedaban involucradas las anticipaciones de los agentes.

---

9 Friedman M. (1968), "The Role of Monetary Policy American Economics." Review 58 - 1, 1–17

10 Phelps, (1968), "Money – Wage Dynamics and Labor Market Equilibrium". Journal of Political Economics. Part. 2, 678–711.

Se dijo entonces que si la inflación era persistente, los trabajadores no cesarían en reclamar aumentos salariales, imposibilitando el descenso de la tasa de desempleo; por lo cual en última instancia (¿largo plazo?) Los niveles de empleo y desempleo dependerían de la demanda. En tal caso, la curva de Phillips seria una vertical al empleo y no seria afectada por la variación de los precios. Esta posición seria interpretada *como tasa natural de desempleo.* También se ha dicho que, no habiendo homogeneidad en el mercado de trabajo, no habría una curva, sino tantas como especialidades. Por lo cual el concepto, al final de cuentas, seria inútil desde el ángulo macroeconómico.

Apéndice III

Elementos de Teoría para la Integración Económica

La teoría de la integración económica tiene al menos dos grandes capítulos: a).- La relativa a la unión aduanera y b).- La relativa a los acuerdos monetarios. Con relación a esto último, también hay que distinguir dos aspectos: el relacionado con los tipos de cambio y el relativo al mercado de capitales. Desde el ángulo del tipo de cambio existe una unión monetaria cuando los países acuerdan, irrevocablemente, mantener una tasa fija de modo permanente. Es evidente que ello equivale a tener una moneda única; por lo tanto serán otras consideraciones (políticas notablemente) las que permiten escoger entre una forma u otra.

Desde el ángulo del mercado de capitales lo esencial es la convertibilidad; entendida como abstención permanente de establecer controles a las operaciones de los mercados de capitales y a las de cuenta corriente.

En la práctica, la definición de la integración monetaria requiere:

- ✓ La armonización explícita de las políticas fiscal y crediticia.
- ✓ La existencia de reservas de divisas extranjeras manejadas en forma conjunta.

✓ La existencia de un banco central.

En efecto, bajo el supuesto de prioridades fijas obliga a que los ajustes ocurran en los aspectos reales. Si ello se considera inconveniente (inaceptable en el extremo) habría que considerar la modificación de las prioridades.

Ahora bien, el manejo conjunto de las reservas y las prioridades fijas entre los miembros de la unión, permite la flotación conjunta ante terceros países. Pero dado que las balanzas comerciales de cada uno de los países por separado puede ser superavitaria o deficitaria, y la flotación conjunta será el resultado de la sumatoria de las balanzas, en la práctica habrá un financiamiento de la deficitarias a cargo de las superavitarias; lo cual puede hacerse a través del manejo independiente de la tasa de interés. Ello hace que el banco central único opere como un banco *"federal"*.

Condicionantes Teórico – Políticos.

Un primer condicionante de orden teórico para adoptar las prioridades fijas fue la referencia a la teoría mundelliana *("Optimus Currency area")* pero destacando que de las tres condiciones deseables:

✓ Completa y libre movilidad de capitales.
✓ Política monetaria independiente.
✓ Tasa de cambio fijo.

Sólo era posible alcanzar simultáneamente dos: (principio de la *"trinidad"* inconsistente o la de la *"trilogía"* imposible).

Ello es así porque bajo el supuesto de movilidad absoluta de capitales, la tasa de interés nacional se vincula con la internacional (principio de paridad cubierta). Así, si un país quiere fijar una tasa de cambio inamovible, deberá fijar su tasa de interés al mismo nivel que la del país en referencia.

Las pérdidas en términos reales (empleo) originadas al fijar una tasa de cambio se evalúa sobre la base de tres criterios (Mundell, McKinnon, Kenen Criteria):

- ✓ Apertura del comercio mutuo.
- ✓ Diversidad y complementariedad económica.
- ✓ Movilidad de los factores de producción.

Estos criterios conducen al análisis de *"pérdidas y ganancias"* de la unión monetaria[11].

11 Un balance empírico permite el presente sumario: reducción de costos financieros, el movimiento de capitales de realiza según la rentabilidad de las diversas plazas, si existe una autoridad fiscal, el grado de armonización depende del tamaño del presupuesto central; la divisa común es candidata a servir de reserva internacional por terceros países. (El - Agraa Ali: The European Union. Financial Times Prentice Hall - 2001).

Capítulo V

La Extensión Temporal del Pensamiento Keynesiano

"Los economistas neoclásicos se declaran a favor de una teoría económica que se deriva en cierta forma de un comportamiento racional, mientras que los de Cambridge no creen que los sujetos sean tan calculadores, y que, especialmente en un mundo de competencia imperfecta y de incertidumbre, se las arreglan con reglas más pedestres".

Stiglitz y Usawa.

1. Introducción: La Preocupación por Los Modelos de Crecimiento

Las economías capitalistas mantuvieron un apreciable crecimiento durante el final del siglo XIX y los primeros años del siglo XX, pero este proceso se ve interrumpido al final de la primera guerra mundial; lo cual dio pie a la interrogante sobre la posibilidad de que la economía capitalista pudiese mantener una tasa de crecimiento. De acuerdo con la lógica liberal, el ahorro es el motor del desarrollo, puesto que él permitiría la inversión. Como vimos, las críticas keynesianas desmentirían esta tesis, a partir de la explicación del sub - empleo en el contexto de corto plazo. Se supone entonces que la extensión del estudio de los efectos de la inversión y de las previsiones de los empresarios, a largo plazo, permi-

tirían construir modelos que explicasen el crecimiento y respondiesen a la interrogante antes planteada.

Las primeras respuestas vinieron dadas por E. Domar y R. Harrod; en la década de los años 40, pero no resultaron libres de críticas por su asociación con el auge del pensamiento keynesiano al hacerse evidentes sus limitaciones. Así, la discusión entre keynesianos y neoclásicos, repercutió en el tema que nos ocupa.

Los seguidores de Keynes retoman elementos relativos a la distribución de ingresos y al ahorro; mientras que la flexibilidad de los precios y el rol del capital, asociado al avance tecnológico, serán los referentes de los herederos de la ortodoxia liberal. Una pregunta subyacente dramatizó la especulación política. *¿Era la expansión monetaria causa o simple condición del alza de los precios?* Si fuese lo primero, resultaba imprescindible controlar el crecimiento de la oferta monetaria, como preconizan los monetaristas; de manera que la coyuntura: inflación y sus distorsiones, no pusieran en riesgo el crecimiento. Este corolario, conocido como la hipótesis de *"la superneutralidad"* del dinero, se posesionaría de la escena y desplazaría la preocupación central de la política hacia el corto plazo. El presente capítulo da cuenta sucinta de la mencionada discusión y de sus insuficiencias; pues los análisis iniciales, (a pesar de su supuesta fundamentación en Keynes) omiten toda referencia a las cuestiones monetarias.

2. El Modelo de E. D. Domar (1947).

Este modelo se centra en la naturaleza dual de los efectos de la inversión; el primero, el efecto sobre los ingresos (el multiplicador) y el segundo, llamado *"efecto de capacidad"*

referido a la acumulación del capital; aspecto voluntariamente dejado de lado por Keynes (Delfaud, 1991:99).

En efecto, según el mecanismo multiplicador (efecto ingreso), la inversión determina el nivel efectivo de la renta:

$$[1]\ \Delta Y = 1/s\ \Delta I$$

siendo s la propensión marginal al ahorro; pero para que haya equilibrio, debe haber una absorción de ese aumento del ingreso, o compensación con un aumento del gasto, asociado al empleo. Habrá entonces que evaluar esa posibilidad. Si, llamamos p la productividad media de la inversión, la cual puede suponerse constante; la ecuación [1], que determina un máximo, puede ser rescrita como aparece en [2]:

$$\Delta Y = pI \qquad [2]$$

En otras palabras, si la absorción del aumento del ingreso esta asociada al empleo, el máximo calculado por [1] debe corresponder al empleo pleno. En consecuencia debería cumplirse:

$$pI = \Delta I\ (1/s)$$

O lo que es lo mismo,

$$p = \Delta I\ (1/s) / I$$

Transponiendo, se tendrá:

$$ps = \Delta I/I \qquad [3]$$

En donde ps seria la tasa de crecimiento equilibrada que permitiría hacer que el incremento máximo de producción equivaliese al del ingreso correspondiente al pleno empleo. Pero no hay razón alguna para que ello ocurra; pues la

inversión (I), la productividad (p) y la propensión al ahorro (s) son variables independientes.

Por lo tanto puede ocurrir: [4] que $\Delta I/I$ sea mayor, igual, o menor que sp.

En el caso: $\Delta I/I >$ sp el efecto ingreso será mayor que el de capacidad de dar empleo y habrá tensión inflacionaria; pero si $\Delta I/I <$ sp, que implica un aumento excesivo del ahorro, habrá una tendencia deflacionista. En consecuencia el camino del crecimiento es poco estable, y estará entre la inflación y la deflación.

3. El Modelo de Harrod (1948).

Harrod, discípulo de Keynes, expone una teoría apoyada en las expectativas de los empresarios al relacionar dos conjeturas. La primera, referida al corto plazo y relativa a la evaluación futura de la demanda efectiva; y la segunda, referida al largo plazo, relativa a la evaluación del comportamiento de la eficacia marginal del capital[1], o tasa actualizada de los rendimientos en el futuro. Esta última condiciona el volumen de la inversión; y en conjunto la senda de evolución de la producción y del empleo. De ésta manera el análisis de Harrod, intenta relacionar variables altamente agregadas y expresadas en términos de precios constantes; supuesto que ha sido tildado de heroico (Jones, 1988:54) lo cual lleva implícito el que se refieran a cantidades.

El mecanismo recoge la influencia decisiva de la decisión de invertir (expectativa del largo plazo) sobre la marcha

---

1 Aunque a veces se considera la "propensión media" nos inclinamos por su acepción como propensión marginal para hacer la comparación con el modelo de Domar e introducir, posteriormente, la comparación con la tasa de interés.

futura de la demanda efectiva, rescatando los trabajos previos de Clark (1917) y de Aftalion (1913)[2] en donde se define el *"principio de aceleración"*. Así, Harrod llama β al coeficiente que relaciona el volumen de capacidad de producción deseada K^* con el nivel de demanda anticipado $Y^* N$ o expectativas empresariales; pudiendo escribirse:

$$K^* = \beta Y^*$$

Si β es constante; $\Delta K^* = \beta \Delta Y^*$ o lo que es lo mismo: $I^* = \beta \Delta Y^*$. Por lo tanto el nivel de I^* no depende de la comparación de rendimientos y costos marginales $(q - r)$ sino de las expectativas sobre el crecimiento de la renta ΔY^*; lo cual es una nueva función de inversión, aunque apoyada en Keynes.

Aparecen entonces dos momentos en las relaciones entre la inversión y el ingreso. En un primer instante opera el acelerador; $I^* = \beta \Delta Y^*$; y en un segundo momento, el multiplicador: $\Delta Y = 1/s \, \Delta I$. En otras palabras, los efectos de la inversión ex ante son validados por el ahorro ex post.

Para que el crecimiento sea equilibrado o sea para que $(\Delta Y = \Delta Y^*)$, debe cumplirse con la igualdad $(1/s) \, \Delta I = (I^*/\beta)$ de donde $\beta/s = I^*/\Delta I$ o lo que es lo mismo, $s/\beta = \Delta I/I^*$. Esto hace similares los modelos de Harrod y de Domar. Pues tampoco hay razones a priori para que la inversión y la producción

---

2 Albert Aftalion (trabajo sobre la crisis de sobreproducción) supone un *"desfase"* entre la demanda de bienes de consumo y la capacidad de producción para satisfacerla. Entonces hay una expansión y luego sobreproducción. J. Maurice Clark establece una relación constante entre el consumo y la cantidad de capital necesaria para producirlo (h) si la duración del capital es T, la producción anual debe ser Ch/T. Si el consumo aumenta en ΔC habrá un aumento de los capitales en ΔCh. Comparando ambos elementos:
$\Delta C/C = \Delta Ch/C \, (h/T)$
$T \, (\Delta C/C) = \Delta Ch/Ch.$
Luego hay un crecimiento más que proporcionado de la producción de equipo que la del crecimiento del consumo (aceleración).

crezcan a la taza s/β (tasa garantizada de crecimiento equilibrado, según Harrod)[3].

El crecimiento de la producción $\Delta Y/Y = g$ puede ser mayor que s/β. Habrá entonces el deseo de aumentar la inversión hasta que haya pleno empleo y se desate una inflación. Pero si $g < s/\beta$, las empresas reducirán las inversiones y se producirá un proceso acumulativo de depresión.

Pero además, si la población activa crece a la tasa n (natural) el equilibrio con pleno empleo implica la triple igualdad: $g = s/\beta = n$, y ello muy difícilmente se logrará[4]. La independencia y rigidez de estos parámetros subraya la necesidad de controlar la expansión de la demanda, como había dicho Keynes[5]; de lo contrario, o no habría crecimiento, o este no seria equilibrado. El equilibrio estaría entonces sobre el *"filo de una navaja"* (Boncoeur/ Thouement, 1992, p.221) Este modelo, con tantas rigideces, y que revela mucha inestabilidad en la economía, originó diversos intentos para endogeneizar algunos de los tres parámetros y buscar elementos de estabilidad.

---

3 Harrod la llama *"garantizada"* porque dicha relación predispone a los empresarios a mantener un evolución similar.

4 Al tomar en cuenta el acelerador, el ingreso (Y) varia en forma lineal, pero al introducir retardos en la inversión se obtienen ecuaciones con diferencias finitas de segundo orden donde se interpretan las raíces reales como movimientos monótonos y las imaginarias como movimiento oscilatorio.

5 A nivel metodológico, la diferencia entre el modelo de crecimiento de los clásicos y el de los keynesianos, radica en que, para los primeros en el largo plazo se cumple la ley de Say, en un proceso automático vía los precios. Para los keynesianos el ajuste se produce en el corto plazo, vía las cantidades, por lo cual a veces habrá que estimular, o desestimular la demanda .Lo grave del asunto, es que un manejo equivocado en el corto plazo crea un ambiente inapropiado para el largo plazo. Así mantener niveles de desempleo y de capacidad ociosa desestimula la formación de capital físico (Tobin 1968)

4. Las Versiones de Kaldor (1954) - Robinson (1966).

Los herederos de Keynes en el Cambridge inglés, buscaron en el ángulo de la diferenciación de los agentes y de su relación con la distribución (salarios-beneficios) con relación al ahorro, -sensibilidad de la distribución- una regulación de los desequilibrios de los modelos de crecimiento de Harrod - Domar. En última instancia, se supuso que en el estímulo al ahorro de los empresarios receptores de los beneficios, radicaría la posibilidad de retomar el crecimiento.

Así, para Kaldor, si apareciesen tensiones inflacionarias (crecimiento más rápido de los precios que de los salarios)[6] el ahorro de los empresarios, asociado al de los precios, haría aumentar la tasa global de ahorros y la economía se aproximaría a la posición de equilibrio de Harrod. Si ocurriese lo contrario, (la depresión) la caída de precios aumentará el consumo y se aproximará al nivel de *"Harrod"*[7]. Por lo demás, con la variación de los precios, el salario real se hace flexible y se tiene un ahorro forzoso mediante la inflación; lo cual posibilitaría la inversión necesaria. La inflación aparecería, dentro de ciertos límites, como un mecanismo que ayuda al crecimiento.

La crítica a Kaldor radica en su olvido de la asociación positiva entre el desempleo y la depresión, por lo cual el aumento del consumo, aun con precios deprimidos, no ocurriría. También se observa que el caso de inflación puede venir acompañado de depresión, como ocurrió en los años 80. Debiendo decirse que las versiones más recientes de Pasi-

---

6 Antecedentes en Kalecki (1935-1954).

7 Pasinetti le dará un toque social (trabajadores/capitalistas) 1974.

netti (1966-1969), sobre los puntos de vista de Kaldor generalizan los postulados de este.

Joan Robinson, a pesar de sus críticas sobre la noción de función agregada de producción y sobre las imprecisiones acerca de la definición del capital, establece una relación cruzada entre beneficios y acumulación. La tasa de acumulación depende de los beneficios deseados y el equilibrio se alcanzaría cuando la tasa de beneficios asegurase el costo de financiamiento y un volumen de beneficios que garantice una inversión para mantener el ritmo. Este razonamiento la convertiría, irónicamente, en precursora de los análisis financieros.

En efecto, los economistas del Cambridge inglés seguidores de Keynes a mediados del siglo XX, se preocuparon por negar la existencia de alguna unidad que permitiese la agregación de bienes heterogéneos de capital, de forma que satisficieran los requerimientos posclásicos para derivar una remuneración semejante a la asignada al trabajo. Se trató de una aproximación a una postura ideológica, aunque rozó con la discusión lógica. Para Joan Robinsón los métodos convencionales que utilizan el criterio del descuento (valor actual) le parecían inaceptables, pues presuponían conocida la tasa de interés; estimando que el objetivo de la función de producción era determinar precisamente dicha tasa y el salario, según la proporción entre los factores.

Creemos que dicha postura va más allá de la de Keynes quien negaba la posibilidad de obtener la tasa de interés a partir de la eficiencia marginal del capital tal como vimos antes.

Sin entrar en detalles de la controversia, diremos que la defensa neoclásica consistió en negar la importancia al ar-

gumento de Robinson o en admitir la petición de principio de que las funciones agregadas tienen como objeto permitir la reflexión en forma semejante a la de la metodología keynesiana.

5. La Visión Neoclásica.

También los neoclásicos intentan responder a las críticas sobre los desequilibrios de Harrod - Domar. Dentro de esta visión, en consonancia con su origen, la hipótesis básica girará en torno a la oferta, puesto que la demanda se ajustara a ella. El modelo de base será el de Solow (1956) quien busca, con la sustitución de factores en una función de producción, eliminar la rigidez de base del modelo Harrod.

Así, al abandonar los coeficientes fijos, gracias al ajuste de los precios relativos (hipótesis neoclásica), se puede sustituir maquinaria por mano de obra y viceversa. También elimina la distinción entre ahorradores e inversionistas (pues todo ahorro terminará siendo invertido), por lo cual no le es preciso introducir una función de inversión. Estos supuestos le permiten razonar sobre una función de producción del tipo Cobb-Douglas[8] o ecuación central que determina la trayectoria de la combinación de trabajo y capital. Basta entonces saber si la proporción capital - trabajo es creciente, o decreciente, para caracterizar la situación de las demás variables. Una proporción intensiva de capital donde los trabajadores ahorran en proporción fija al producto llevan a una

8 A partir de los trabajos de Marshall (equilibrio parcial) se puede asumir que en situación de equilibrio de la empresa la remuneración de los factores corresponden íntegramente al producto. Si se asumen rendimientos constantes, se tiene función homogénea del grado *"1"* multiplicándose el producto en la misma cantidad que los factores. El desarrollo mas conocido después de los trabajos de Wicksell son los de C. W. Cobb y P. H. Douglas (1928) bajo la forma $Y = K\alpha\, L\,(1-\alpha)$ donde, α y $(1-\alpha)$ representan las remuneraciones.

tasa creciente de la economía. Así, el crecimiento está asociado positivamente al ahorro y negativamente al crecimiento de la población; lo cual es un resultado contrario al obtenido por Keynes (asociado al optimismo de los empresarios y al crecimiento poblacional) y próximo al de Malthus.

En el modelo más perfeccionado (Phelps 1961-1966) el equilibrio se alcanzará cuando la tasa de interés iguale a la producción marginal y a la tasa de crecimiento de la mano de obra (Regla de Oro) redescubriendo un trabajo de Von Neuman de 1932 (Seminario Menger de Viena). Los modelos bi sectoriales como los de Usawa mantienen la hipótesis básica del modelo Solow, pero requieren expresiones matemáticas más complejas[9].

Las críticas a las hipótesis del modelo posclásico se derivan de olvidar el rol de las expectativas empresariales como fuerza decisiva en la macroeconomía de la demanda. Las críticas sobre los elementos metodológicos, básicamente en relación a como considerar el capital, llenará la investigación de finales del siglo XX (J. Robinson, Sweezy, Aglietta, Arrow, Debreu, Edgeworth, Clower, Tobin, Friedman) y se extenderá a nuestros días con la discusión entre los nuevos clásicos y los post - keynesianos, por una parte y por la otra con el intento de incorporar elementos del entorno socio político[10].

---

9 Jones (1988: 139) describe un modelo desarrollado en la Unión Soviética (Feldman, 1928) con dos sectores, lo cual es normal para un economista familiarizado con Marx. El énfasis reside en el papel estratégico del sector productor de bienes de capital. Ello ha sido de interés para las condiciones del subdesarrollo, como asentara Malahanobis (1953 en su modelo para la India).

10 Estos intentos de integración traspasa los limites de la investigación multidisciplinaria para tratar de convertirse en interdisciplinaria; con el agravante para la economía que se exogenizan muchos factores básicos desplazando o limitando los objetivos de la política económica, convertida entonces en política socio económica··· *¿Es el crecimiento económico un problema esencialmente económico?*

Cabe recordar, como dijimos en la introducción, que en los últimos años del siglo XX el interés por los estudios del largo plazo o desarrollo, decaen; habida cuenta de la preocupación por la coyuntura asociada a las crisis financieras y cambiarias. Así, aun combatido por los monetaristas, la atención de Keynes por el corto plazo comenzará a dominar el estudio académico y la discusión política; extendida ahora al campo financiero al abandonar la hipótesis supersimplificadora del dinero mercancía. La economía monetaria devendrá en financiera.

Apéndice I

1. La Síntesis Harrod – Domar.

La llamada síntesis de Harrod – Domar se propone determinar la interacción o equilibrio entre dos tasas de crecimiento independientes: la *"natural"* y la *"garantizada"*, aproximándose más al modelo de Harrod, puesto que Domar no hace referencia al crecimiento de la fuerza de trabajo y tampoco incluye una función para la inversión, limitándose a establecer condiciones de consistencia; por lo cual su modelo explica poco el crecimiento en sí; mientras que Harrod recurre al multiplicador. Las similitudes residen en determinar la posibilidad de la condición de equilibrio y las dificultades a largo plazo para alcanzar y mantener un crecimiento *"equilibrado"*. Debiendo señalar diferencias en este ámbito, pues las dificultades apuntadas por Harrod se refieren a la fuerza de trabajo; mientras que Domar se preocupa por la escasez de inversión.

El modelo mixto reposa sobre la confrontación de tres conjuntos de elementos relativos a la oferta global, a la demanda total y al mercado de trabajo. Del lado de la oferta se supone que cada unidad de producto Y requiere u y b de los factores K y L (relaciones técnicas fijas) y que el factor más escaso es el trabajo, por lo cual el capital tenderá al sub uso. Del lado de la demanda se supone que L crece a la tasa n' y que se ahorrará a la tasa s. Se podrá entonces escribir; habida cuenta de las relaciones técnicas fijas:

a. Del Lado de la Oferta.

Y/K = dY/dK = u	Y/L = dY/dL = z
dY = udK	dY = zdL

b. Del Lado de la Demanda.

Y = C + I = C + dK	Y = (1/s) dK Y = vK (usando el multiplicador)

Si tienen dos relaciones con Y y dK; debiendo ser compatibles:

$$Y = vK = (1/s)\, dK$$
$$v = (1/s)\, dK/K$$

Con v constante, se tendrá que la tasa de crecimiento del ingreso real, corresponde al equilibrio oferta y demanda. Esta es pues la tasa garantizada gw.

c. Factor trabajo.

Considerando la tasa de crecimiento de la población n', el pleno empleo debería ser equivalente y esta es la tasa natural gn.

d. Crecimiento equilibrado.

Para que haya equilibrio se debería tener:

$$gw = gn$$

Pero como los elementos n', u y v son independientes, no hay razón para que sean iguales.

Apéndice II

La Tasa de Ahorro y la Base de Regla de Oro

La determinación del crecimiento de la producción en el largo plazo depende de dos relaciones entre producto y capital.

a) El monto del capital determina el monto del producto y

b) El monto del producto está asociado a los montos de ahorro e inversión.

Si se parte de la función a producción $Y = f(K,L)$ y se suponen constantes los rendimientos de escala, se puede escribir la siguiente relación entre capital y trabajo:

$$(i) \qquad Y/L = f(K/L, 1)$$

En donde el producto por trabajador es una función creciente del capital por trabajador. Si adicionalmente se supone que el empleo L es constante, el único factor que cambia con el tiempo es el capital. Esta hipótesis se refuerza si suponemos además que el cambio tecnológico es nulo. De acuerdo a los supuestos se podrá entonces escribir que:

$$(ii) \qquad Y_t/L = f(K_t/L)$$

Cuando se establece que el ahorro S es proporcional al ingreso Y se escribirá que $S = sY$. Considerando la inversión, también cabe escribir $I_t = sY_t$. Si el capital se deprecia a la tasa S podremos escribir:

$$(iii) \qquad K_{t+1} = (1 - \delta) K_t + I_t$$

Combinando la ecuación (i) con la (iii), se tendrá que:

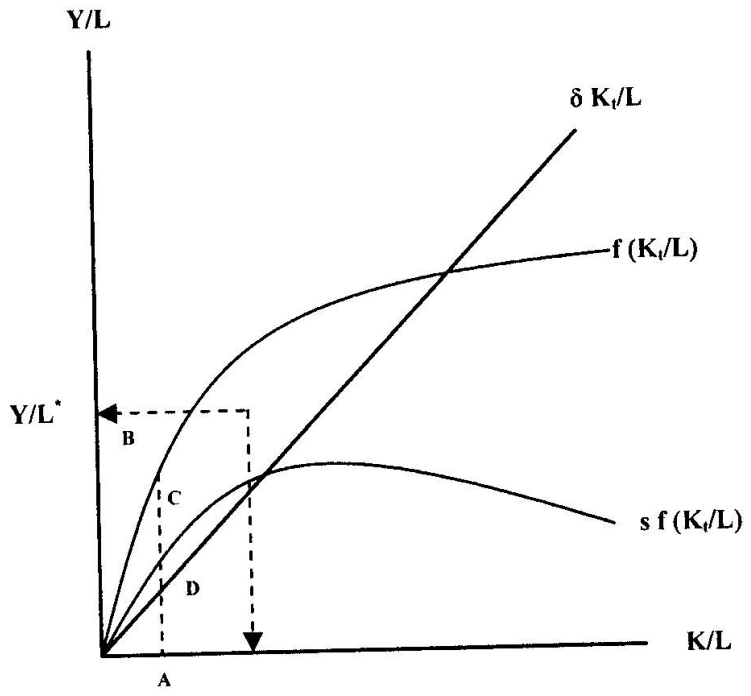
$$(iv) \qquad K_{t+1}/L = (1 - \delta) K_t/L + sY_t/L$$

Ello equivale a escribir:

$$(v) \qquad (K_{t+1}/L) - K_t/L) = sY_t/L - \delta K_t/L$$

Es decir, el cambio en el stock de capital por trabajador debe ser igual al ahorro por trabajador menos la depreciación.

Las ecuaciones (ii) y (v) contienen toda la información necesaria para entender la dinámica de la capitalización; para lo cual es útil utilizar el gráfico siguiente:



Como expresa la ecuación (v) el cambio en el capital por trabajador depende de la diferencia entre inversión y depreciación. Cuando esta es positiva CD = AC – AD. Mo-

viéndonos a la derecha, el ahorro iguala a la depreciación para finalmente hacer negativa la diferencia. El punto óptimo de crecimiento corresponde a la posición (Y^*/L, K^*/L). Más allá, el crecimiento se desacelera. Este punto también se llama *"estado estacionario"*. El estado ideal de crecimiento es el punto llamado de *"regla de oro"*, pues pasado ese nivel, el crecimiento se desacelera.

Capítulo VI

La Fundamentación Microeconómica del Equilibrio General

"Ciertamente, la ecuación neoclásica de liquidez de caja se ha enfocado desde el punto de vista del gasto monetario en el mercado de productos, mientras que la ecuación keynesiana de preferencia de liquidez se ha enfocado desde el punto de vista del mercado de valores. Sin embargo, en ninguno de los dos casos se ha realizado un intento sistemático para analizar las consecuencias de estos mercados sobre la ecuación del dinero".

D. Pantinkin.

1. Introducción: La Revuelta Neoliberal.

A partir de 1960 eventos como la decisión de avanzar en la integración europea[1], el estallido de crisis sociales en los Estados Unidos de América, y la confrontación con la Unión Soviética en el Sudeste Asiático, se manifiestan en el campo monetario - financiero, con la explosión de los eurodólares y el estímulo a la especulación cambiaria. A la postre, ello conducirá en 1971 al cese del Acuerdo básico

---

1 A partir de 1945 se instauran sucesivamente controles de cambios y restricciones cuantitativas a las importaciones y se firman los acuerdos integracionistas de Roma y de Estocolmo (la Europa de los 6 + 6) incluyendo las colonias africanas, recién independizadas que firman acuerdos preferenciales con sus antiguas metrópolis.

de Bretton Woods: la estructuración del orden monetario internacional basado en la convertibilidad del dólar[2].

Las anteriores circunstancias, junto a las crisis petroleras de 1973 y de 1979, hacen que en los países centro se presente un fenómeno inaudito: el desarrollo de la inflación conjuntamente con el incremento del desempleo; de suerte que no se tenía muy claro si había que estimular o frenar la demanda. En otras palabras, las políticas keynesianas seguidas desde el final de la II Guerra Mundial parecían inadecuadas, cualquiera fuese el ángulo que se privilegiase.

Desde Chicago, Milton Friedman reitera una vieja explicación: *"la causa de la inflación ha sido siempre la misma; un incremento anormalmente rápido de la cantidad de dinero con relación al volumen de la producción"*. Critica así a las autoridades de Washington el haber aumentado sus gastos sin poder, oficialmente, aumentar los impuestos. Señala también que las autoridades bancarias cometieron el error de ocuparse de la tasa de interés en lugar de controlar la cantidad de dinero; así, por la vía de contener la tasa de interés habrían estimulado la inflación, para finalmente subir dicha tasa más allá del nivel que hubiera alcanzado si se hubiera seguido una política apropiada.

Desde el lado teórico, R. Lucas (1969), se propone dotar de fundamentos teóricos sólidos las proposiciones monetaristas de Friedman. Se trataba de racionalizar la visión de la tasa natural de desempleo, dando a la macroeconomía post-clásica los fundamentos microeconómicos necesarios que se encontraban en la teoría del equilibrio general. Se debía de-

2 No obstante se conservan los bancos centrales y el paradigma de una moneda nacional para cada Estado.

mostrar rigurosamente que el mecanismo de precios flexibles funcionaba aun en el mercado de trabajo. Debía entonces sustituirse la información perfecta de Walras por la información con costos. Ello se hizo aprovechando los trabajos de Stigler y de Muth (1961) con antecedentes en Myrdal (1927).

También se trata de endogenizar las expectativas exógenas de Keynes aplicándolas a la visión de la curva de Phillips. De allí resultó que dicha curva fuese vertical en el largo y en el corto plazo. No habría pues arbitraje entre inflación y desempleo. Toda política que se anticipase no tendría efectos sobre la producción. Ellos serán obtenidos por choques aleatorios que serán amplificados por decisiones erróneas. Desde ésta perspectiva no habría desempleo involuntario. Las reglas de política deberían seguir básicamente las recomendaciones de Friedman.

Un keynesiano como Malinvaud (1978) criticó el hábito de pensar en el desempleo como de origen keynesiano, por deficiencia de la demanda efectiva y afirmó que debía reconocerse la existencia de un desempleo debido a insuficiencias de la capacidad productiva, asociada a la caída de la tasa de beneficios. Finalmente señalaba que ambos tipos de desempleo podían coexistir.

Por su parte, los teóricos de la Escuela de la Regulación (Aglietta, Boyer) hicieron notar que la expansión de la segunda post guerra mundial (crecimiento fordista) aumentó los salarios pero no disminuyó los precios. Los liberales (Gilder, Laffer) partidarios de la Teoría de la Oferta (escamoteada por los keynesianos) señalaron que el decaimiento ulterior en la primera mitad de los años 70 se debió al olvido de que el crecimiento tenía su origen en las ga-

nancias de las empresas y en el ahorro subsiguiente para invertir y no en el crecimiento de la demanda, o de los salarios. Además señalaron que el alza de la participación salarial era inflacionaria ante una oferta con crecimiento restringido. Como además las empresas debieron recurrir al crédito, ello habría acentuado la inflación por la vía de la creación monetaria.

En los años 80 estas ideas inspiraron políticas neoliberales: La lucha contra la inflación y la retención de ganancias en las empresas, inicialmente incrementaron la inversión; pero no evitaron el crecimiento lento en los años 90. A raíz de la constatación de ese hecho se aplicaron políticas monetarias y fiscales mixtas con diverso tenor y resultado final depresivo. Los políticos llegaron a coincidencias de *"perogrullo"*; señalando que para obtener ganancias las empresas debían, antes que nada vender, y que en períodos de crecimiento, este tiende durante cierto tiempo a auto mantenerse; mientras que si aparecía la recesión esta también tendería a mantenerse.

En el mundo académico se aceptó finalmente que el keynesianismo no podía explicar el alza de los precios (la inflación) mientras que la tradición post-clásica no explicaba el subempleo, por lo cual debía intentarse, a partir del equilibrio general, a la manera de Walras, responder a las críticas hechas al aporte de Hicks y obtener un modelo básico que explicase ambos fenómenos. Por descontado, los diversos intentos partieron de autores afectos, unos a la tradición post - clásica y otros más inclinados a las ideas keynesianas. En este capítulo revisaremos ambos intentos.

2. Al Rescate del Mundo Walrasiano.

Del lado keynesiano, Leijonhufvud (1967), señaló que ir del mundo walrasiano de la información perfecta, al keynesiano de la incertidumbre, implicaba abandonar la hipótesis del *"subastador"*; lo cual requería costos de información y tiempo para hallarla. Por lo demás, quienes intercambian en los mercados siempre intentarán maximizar su utilidad o beneficio y por ello la incitación de los precios debería ser siempre efectiva. No se requería entonces negar la existencia de un vector de precios, incluida una tasa de interés positiva compatible con el pleno empleo; por lo cual será posible replantear el modelo walrasiano. Como dijimos, Walras reemplaza las relaciones causa-efecto por el concepto de función y plantea un equilibrio general a partir de los equilibrios parciales e individuales. Como por principio los agentes representativos: Estado, empresas y familias, cumplen las restricciones presupuestarias -igualdad de ingreso y de gastos- se pueden escribir las ecuaciones siguientes:

Estado:	$M^s - M_0 \equiv G - T$
Empresas:	$PY^s + i/rV^s - V_0 \equiv Pj^d + wL^d$
Familias:	$M_0 + V_0 + wL^s \equiv Pc^d + M^d + i/r\ V^d + T$
debiendo cumplirse:	$G + Pj^d + Pc^d = Y^d$

Al sumar miembro a miembro, los equilibrios de los agentes y ordenando por mercados se tendrá:

$$[1] \quad P\,(Y^d - Y^s) + w\,(L^d - L^s) + 1/r\,(V^d - V^s) + (M^d - M^s) = 0$$

Debe resaltarse que la ecuación [1] viene expresada en dinero. Esta ecuación, mediante operaciones simples, puede expresarse también en bienes y exclusivamente en flujos; tal como aparecen en las ecuaciones [2] y [3] respectivamente.

$$[2] \quad (Y^d - Y^s) + w/P\,(L^d - L^s) + 1/rP + (V^d - V^s) + 1/P\,(M^d - M^s) = 0$$

$$[3] \quad P\,(Y^d - Y^s) + w\,(L^d - L^s) + 1/r\,[(V^d - V0) - (V^s - V0)] + [(M^d - M_0) - (M^s - M_0)] = 0$$

En efecto, la ecuación [3] presenta el equilibrio walrasiano sólo en flujos, al restar de los mercados las cantidades iniciales de títulos (V_0) y de moneda (M_0). Esta versión recoge *"la noción de fondos prestables"*, en contraste con la ecuación [1] que presenta mercados de flujos (el de bienes y el de trabajo) y mercados de stock (el de títulos y el de dinero). La equivalencia presentada permite usar a conveniencia cualquiera de las expresiones [1], [2] y [3] como punto de partida del análisis como expresión síntesis del equilibrio general. Es de notar que ellas deben interpretarse, como sugirió Allais, como compensación de déficit y superávit, y no como equilibrio en cada mercado.

3. La Versión Neo Clásica de la Integración Monetaria.

Walras había afirmado que si todos los mercados diferentes de la mercancía numeraria estaban en equilibrio, también estaría en equilibrio la de esa última; porque la demanda de numerario era la contrapartida de todas las transacciones realizadas con bienes y servicios. Se estableció así una situación de equilibrio general puesto que se maximizaba el consumo accesible a cada individuo, se maximizaba el beneficio de los productores, y se agotaba la totalidad de recursos disponibles. En éste cuadro la moneda juega un rol limitado: la de simple numerario.

Ahora bien, todo el esquema descansa sobre la interacción de las utilidades marginales y de sus precios relativos. Para mantener la neutralidad del dinero, el pensamiento neoclásico propone la hipótesis de que su utilidad marginal es

constante. Así, la utilidad de un bien cualquiera sólo tiene relación con su precio; si este se eleva se reducirá la demanda y viceversa. Pero la variación de precio a la baja, enriquece al consumidor, *"afecta a su ingreso"* y puede disponerse a comprar otros bienes. Se presentan entonces dos consecuencias los llamados *"efectos "substitución e ingreso"*, como consecuencia de la presencia del dinero.

Este análisis, atribuido a Pigou, se conoce como *"principio del encaje real"*, pues afirma que el dinero compra bienes pero los bienes no compran dinero, obligando a los agentes a tener dinero disponible (encaje). Dicho encaje será proporcional al valor nominal de las transacciones. Pero si existiese una oferta mayor de dinero, no existiendo razón alguna para detentar un volumen mayor de dinero, se producirá un alza de precio para absorberlo. Se encuentra así de nuevo la conclusión de la teoría cuantitativa, a partir del *"efecto encaje"*, que será un caso particular del *"efecto riqueza"*.

4. El Modelo Neoclásico Básico.

A partir de los elementos presentados, es posible replantear con base microeconómica el modelo IS - LM; asumiendo las hipótesis siguientes:

4.1. Hipótesis Fundamentales.

a. El análisis ocurre en un contexto de corto plazo; y se hace abstracción de la idea de crecimiento.
b. Precios, salarios y tasas de interés, nominales, están predeterminados por un *"tatonnement"* walrasiano al inicio del período.

c. Las anticipaciones se tienen por ciertas, aunque sean contradichas por los hechos.

d. Las empresas maximizan su beneficio, que serán distribuidos cada comienzo de periodo a las familias.

e. Las familias maximizan su bienestar como función positiva del consumo, del stock real de dinero y en función negativa del trabajo.

f. El dinero es emitido por el Estado y detentado por las familias.

g. La competencia es perfecta y la información completa.

h. Cada función está libre de la ilusión monetaria.

4.2. Mecanismo Explicativo del Modelo.

A diferencia del modelo IS – LM y a semejanza del modelo clásico, el mercado de trabajo determina la producción y la renta. Dicha renta o ingreso es un dato para el gasto de consumo y de inversión. El mercado monetario determina los precios. Así, el propósito del modelo es determinar el nivel de precios incluida la tasa de interés; para lo cual debe considerarse el comportamiento de los agentes.

4.3. Comportamiento de los Agentes.

a. *"El Estado"* fija arbitrariamente el volumen de dinero M que satisfará su demanda real de bienes (g), deducidos los impuesto recaudados; pudiendo escribirse:

$$g - t = (M - M0)/P = \Delta M/P.$$

b. *"Las empresas"* buscan maximizar las utilidades reales, que remuneran a los poseedores del capital (títulos)

respetando las restricciones de la función de producción; o sea:

$$\text{(i)} \qquad \underset{(j,L)}{\text{Max.}}\ \pi = Y - j - wL$$

Donde:

$$Y = \varphi\,(L,j)$$

O lo que es lo mismo:

$$\text{(ii)} \qquad \underset{(j,L)}{\text{Max.}}\ \pi = \varphi\,(L,j) - j - wL$$

Las restricciones son:

$$\text{(iii)} \qquad \varphi'L = (L^d,\ j^d) = w$$
$$\text{(iv)} \qquad \varphi'j = (^d,\ j^d) = 1$$

Que expresan respectivamente que la productividad marginal de L iguala al salario real W/P = w y la igualdad de la productividad marginal del capital a su costo.

La demanda de trabajo de las empresas será entonces:

$$L^d = L\,(\bar{w}).$$

La demanda de bienes de producción será:

$j^d = j\,(w)$ deducida a partir de (iii) y (iv).

De donde:

$$Y^s\,(w) = Y\,[L^d\,(\bar{w}),\ j^d\,(w)].$$

El valor de los títulos está asociado al rendimiento Π que es una función de w y de su actualización:

$$\prod(\bar{w})/\bar{r} = v(\bar{w}, \bar{r})$$

Por lo cual los cupones correspondientes son:

$$v_0(\bar{w}, \bar{r}) = (\bar{w}, \bar{r}) + \prod(\bar{w}) = [\prod(\bar{w})/\bar{r}](1 + \bar{r})$$

c. Las familias deben maximizar su bienestar, definido como:

$$\underset{(c,\, O,\, m.\, V)}{\text{Max.}} \quad u(c, 0, m, S/P) + u(\bar{g})$$

Siendo S/P el patrimonio; igual a: $M_0/P + v_0(\cdot)$ y O igual al ocio, opuesto a L^s.

Así, las soluciones c^d, m^d, v^d, L^s, dependen de los argumentos: w, r, $(S_0/P - t)$.

Los objetos de intercambio bienes, ocio, dinero y títulos son substitutos perfectos entre si (no hay inferioridad). Así la elasticidad del conjunto será 1, y la de cada uno de los objetos de intercambio menor a 1.

Las funciones de comportamiento en cada mercado son:

$$L^s = L(\overset{+}{w}, \overset{+}{r}, \overset{-}{S_0/P})$$

$$c^d = c(\overset{+}{w}, \overset{-}{r}, \overset{+}{S_0/P})$$

$$m^d = m(\overset{+}{w}, \overset{-}{r}, \overset{+}{S_0/P})$$

$$v^d = v(\overset{+}{w}, \overset{+}{r}, \overset{+}{S_0/P})$$

Debiendo verificarse:

$$(\partial \overset{+}{v^d}/\partial r) + (\partial \overset{-}{m^d}/\partial r) + (\partial \overset{-}{c^d}/\partial r) + (\partial \overset{+}{L^s}/\partial r) = 1.$$

La expresión en términos reales (minúsculas) significa que las familias nos son víctimas de la ilusión monetaria; lo cual consistiría en razonar sobre las macro variables nominales.

4.4. Funcionamiento del Modelo Neoclásico Básico.

El cuadro siguiente presenta las funciones de oferta y demanda y señala que las variables endógenas Y, L, P, w y r se pueden determinar a partir de las exógenas q, M_0, G, T y S_0

Neoclásico	Trabajo	Bienes	Dinero	Títulos
Oferta	$L^s = L(\overset{+}{w}, \overset{+}{r}, \overset{-}{S_0/P})$	$Y_s = Y(\overset{+}{j})$ $q = q$	$(M - M_0)/P = M^d$	$V^s = V\{\overset{-}{r}, \overset{-}{w}\}$
Demanda	$L^d = L(\overset{-}{w}, \overset{+}{q})$	$C^d = C\{\overset{+}{w}, \overset{-}{r}, \overset{+}{S_0/P}\}$ $J^d = J(w) + G$ $Y^d = C^d + J^d + G + M_0 - T$	$M^d = M\{\overset{+}{w}, \overset{-}{r}, \overset{+}{S_0/P}\}$	$V^d = V\{\overset{+}{w}, \overset{+}{r}, \overset{+}{S_0/P}\}$
Ajustes	w, L	Y	P	r

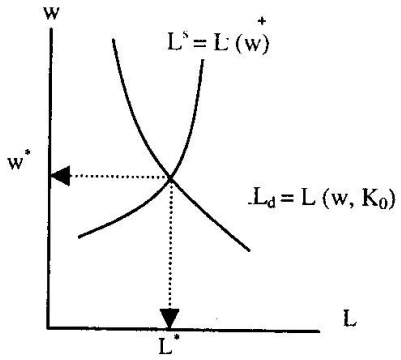
5. La Variante de Ingreso Fijo o de Pantinkin.

5.1. Hipótesis.

Dado el capital y aceptando que la oferta y la demanda de trabajo depende del salario real, (w) se podrá escribir que:

$$\overset{+}{L^s}(w) = \overset{-}{L^d}(w).$$

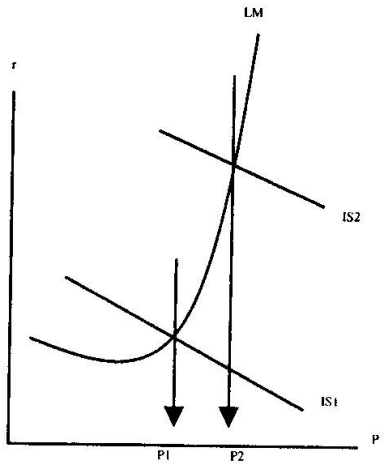
El gráfico señala que el equilibrio se obtiene con pleno empleo (L*) con el salario real (w*).



Considerando que el ingreso debe ser igual a los gastos de producción, determinado sólo por el mercado de trabajo: $Y = Y^s(w)$, independientemente de lo que ocurra en los otros mercados. Se infiere que el ingreso será *"fijo"* Y* cualquiera que sea el nivel de los precios. En este modelo, las ecuaciones de c^d, v^d, m^d, servirán para obtener los precios relativos P y r. Finalmente la flexibilidad salarial hace que siempre haya pleno empleo.

5.2. Funcionamiento del Modelo de Ingreso Fijo.

Los desplazamientos de las curvas y IS y de LM, dado que el ingreso es fijo, (Y*) solo provocarán aumento en los precios. Debe anotarse también que el gasto excedentario del gobierno desplaza el gasto privado (evicción). El gráfico ilustra el expuesto:



6. La Contra Revolución Keynesiana.

Este modelo se diferencia del keynesiano porque persigue dotar de fundamentos microeconómicos la teoría keynesiana; tratando de obtener por la vía del análisis de mercado (equilibrio general monetizado), las conclusiones obtenidas por Keynes: sub empleo permanente, propensión a consumir insuficiente, exceso de ahorro líquido, mediante el análisis de flujos o de los grandes agregados. La hipótesis de partida será que la presencia del dinero detiene las transacciones antes de que los precios de equilibrio walrazianos (limpiadores del mercado) se obtengan, por lo cual, los precios obtenidos serán *"provisionales"*.

La base de sustentación de una demanda de dinero partirá de la teoría de la *"selección de carteras"* de Markowits (1952). Así, se justifica el tener dinero como único activo *"sin rendimiento, pero sin riesgo"*. La versión macroeconómica será realizada por J. Tobin (1958) quien reformula el concepto de *"preferencia por la liquidez"*. Se presenta así una versión más general al analizar las relaciones entre el dinero y la demanda global, incluido los efectos del encaje real y la substitución de activos en atención al conjunto de los precios relativos, reales y financieros.

Dentro de este cuadro se integra el sector real y el financiero de la economía, sobre la base de comparar el costo del capital existente, a partir del valor de las acciones, por una parte, y por el costo de reposición o precio de los activos nuevos. Esta relación será el parámetro *"q"* de Tobin y el puede ser utilizado como elemento clave en la decisión de invertir. Así, una oferta complementaria de dinero puede ejercer un efecto positivo sobre la actividad económica a través

de la reducción de la tasa de interés. Esta visión, que reformula la keynesiana, será preconizada en USA bajo las presidencias de Kennedy-Jhonson, a mediados de los años 60.

La introducción del dinero en el esquema walrasiano se interpreta como la substitución del *"subastador"* y de la aproximación sucesiva (tatonnement) para alcanzar los precios de equilibrio. La nueva sentencia síntesis será *"el dinero compra bienes, los bienes compran dinero, pero los bienes no compran bienes"*, negando la ley de Say. Debe notarse que, en ausencia de información perfecta, las transacciones finalizan antes de que los precios *"limpien"* el mercado, por lo cual el equilibrio encontrado será provisional y el ajuste será por las cantidades: puede haber desempleo, hallando de nuevo las conclusiones keynesianas. Ello es designado por Clower (1965) como la *"Contra revolución keynesiana"*.

7. El Modelo Neokeynesiano Básico.

Como vimos, el modelo neoclásico funciona como el equilibrio clásico con excepción del mercado de trabajo a causa de la rigidez del salario, asumiendo así una hipótesis keynesiana. D. Pantinkin, (1956) desecha tal hipótesis y atribuye el desempleo a los hábitos básicos asociados al encaje real, que impide reaccionar rápidamente a los diferentes mercados ante los movimientos de los precios, obteniéndose un modelo neoclásico libre de hipótesis keynesianas.

Clower desecha la aproximación hicksiana y la hipótesis de Pantinkin. Para él, en Keynes existen argumentos micro económicos (racionalidad de los agentes asociada a las expectativas) distintos de los de Walras. Los individuos encuentran en los mercados *"nociones de precios"*, y limita-

ciones de cantidades. Los ajustes vendrán por las cantidades y los precios variaran lentamente[3].

7.1. Las Hipótesis Neokeynesianas.

(i) Las funciones de comportamientos de las familias y del Estado son similares a las de la síntesis hicksiana, salvo lo relativo a la inversión de las empresas.

(ii) En el corto plazo el nivel general de precios es fijo y el ingreso real variable. Si una oferta o demanda excedentaria aparece en el mercado de bienes, las empresas ajustan su producción dejando intocados los precios. Esta hipótesis es la que diferencia los modelos neoclásicos y neokeynesianos.

(iii) El Estado emite de manera exógena dinero, pero no emite títulos.

(iv) La demanda global se expresa como:

$$Y^d = c\,(.) + j^d\,(.) + g = \overset{+}{(g,} \overset{+}{y} - \overset{-}{t,} \overset{+}{r,} \overset{+}{S_0/P}).$$

Puesto que $c^d = c\,[\overset{+}{(y} - \overset{-}{t),} \overset{-}{r,} \overset{+}{S_0/P}]$

$$j^d = j\,(\overset{-}{r,} \overset{+}{y}).$$

Obsérvese que, a diferencia del modelo neoclásico, las especificaciones adoptadas se expresan en función de (y) y no de (w), por lo cual no resultará un modelo de equilibrio general a la manera de Walras.

---

3 Hicks y Leijonhufvud, en 1965, proporcionan ideas similares de ajuste por las cantidades, recordando el análisis marshalliano, quien anticipa que las cantidades se ajustan más rápidamente que los precios. Benassy (1975) resumirá los aportes anteriores para explicar el desempleo involuntario, por razones endógenas en la formación de precios.

(v) Para un nivel suficientemente bajo de la tasa de interés, la demanda de dinero es infinitamente elástica. El público mantendría como dinero las inyecciones suplementarias que hiciera el Estado y no modificaría su demanda de bienes ni la de títulos.

(vi) El patrimonio no interviene como argumento ni en la demanda de bienes ni en la demanda de dinero.

7.2. Formalización y Funcionamiento del Modelo Neokeynesiano Básico.

El modelo neokeynesiano básico, en su versión de mercados se presenta en el cuadro siguiente; donde las variables endógenas r, Y^d, L^s y L^d se obtienen a partir de las exógenas P, M_0, G y T.

Modelo Neokeynesiano Básico	Trabajo	Bienes	Dinero
Oferta	$L^s = L(\overset{+}{w}, \overset{+}{r})$ $w = w$	$Y^s = Y^d$ $P = P$	$(M - M_0)/P = M^d$
Demanda	$L^d = L(\overset{-}{w})$	$C^d = C[\overset{+}{(Y - t)}, \overset{-}{r}, \overset{-}{S_0/P}]$ $J^d = J(\overset{-}{r}, \overset{+}{Y})$ $Y^d = C^d + J^d + G$	$M^d = M(\overset{+}{r}, \overset{+}{Y_d})$
Ajustes	L^s, L^d	Y^d	r

En su versión funcional, IS – LM se tendrá:

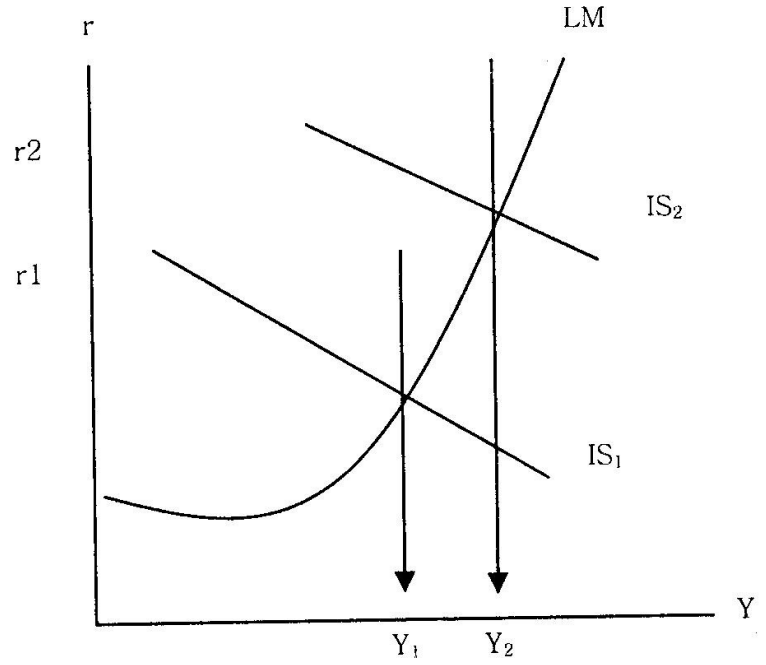
(i) Mercado de bienes: función IS.
La producción Y^s se distribuye íntegramente en ingresos: salarios, beneficios, e intereses. Se tendrá $Y^s = Y$. La condición de equilibrio es: $Y = c^d(\cdot) + j^d(\cdot) + g \equiv Y^d$; o Así aparecen interrelacionados Y y r, dado que P, Mo, g y t están prefijados.

(ii) **Mercado monetario:** Función LM.
La oferta exógena de dinero es simultáneamente real y nominal, puesto que P está prefijada. La condición de equilibrio se escribe: $m^d = M_0/P + \Delta M/P$. De Nuevo las variables Y y r están interrelacionadas porque M y g están prefijados.

(iii) **El equilibrio simultáneo.**
Existe solo una pareja de valores de Y y de r que equilibran simultáneamente a la función IS con la LM. El mercado de títulos no aparece por suponerse especular del monetario.

7.3. Efectos de la Política Coyuntural.

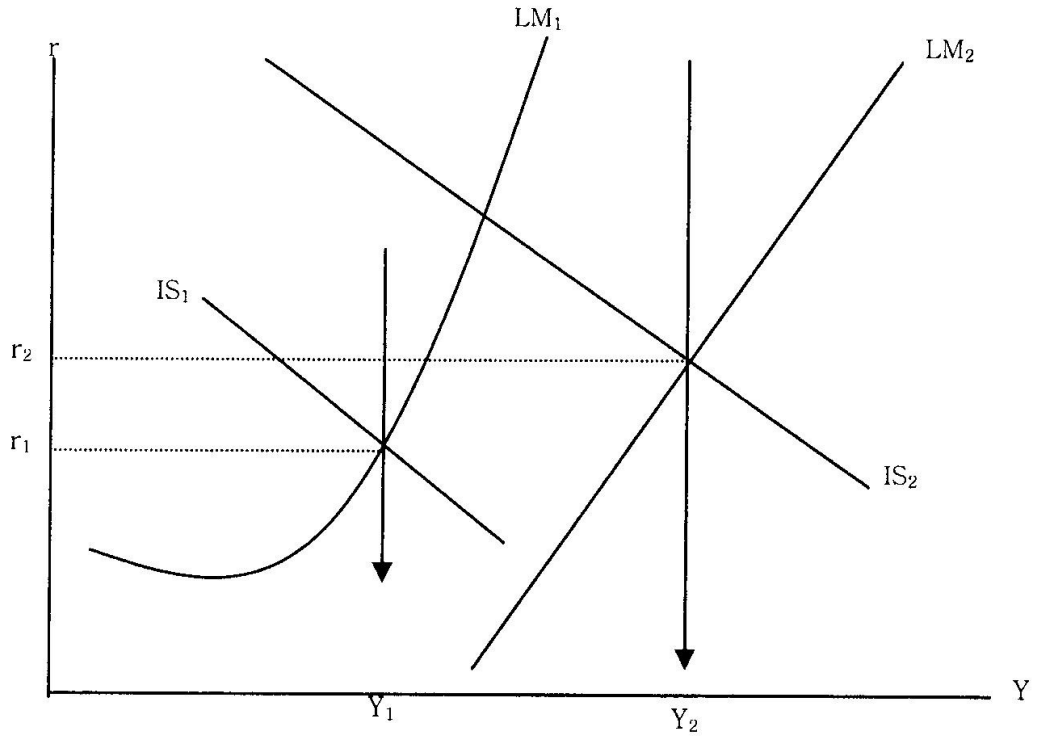
Las modificaciones de las posiciones de equilibrio IS/LM, como consecuencia de las decisiones gubernamentales, se analizan con el instrumental gráfico de Hicks, obteniéndose que los desplazamientos de IS a la derecha aumentan la renta y la tasa de interés.



Mientras que los desplazamientos de la función LM provocan otro en la IS dejando incierto el efecto sobre la tasa de interés, aunque si aumentan la renta.

¿Por qué ocurre ello?

Si la nueva emisión monetaria no es deseada por el público, bajará la tasa de interés y aumentará la demanda de títulos. Al aumentar la inversión aumentará el ingreso y se incrementará la demanda transaccional de dinero, lo que implica el alza de la tasa de interés; quedando indefinido el nivel final.



7.4. Observaciones Críticas.

Esta primera extensión neokeynesiana tiene tres debilidades: Primera: La oferta de bienes se ajusta a la demanda y el ingreso aparece en las funciones de comportamiento en lugar de reflejar la conducta de los agentes; Segunda: El mer-

cado de títulos se supone reflejo del monetario y Tercera: En la versión de las funciones IS – LM el mercado de trabajo desaparece.

8. La Variante Barro – Grossman (1971 – 1976).

8.1. El Desequilibrio Nocional.

A diferencia del paradigma walrasiano, donde los agentes se comportan como si pudiesen comprar arbitrariamente cualquier cantidad al precio resultante de mercado; los autores hacen notar; Primero: que un exceso de demanda de bienes hace que los demandantes de bienes estén *"racionados"* y; Segundo: Que en el caso de exceso de oferta los oferentes no pueden vender todo lo producido. Esta situación recibe el nombre de demanda y oferta *"nocionales"*. En el caso de exceso de demanda de bienes los agentes actuarán en los mercados donde no exista racionamiento. Corresponde entonces revisar la conducta microeconómica, o de los agentes representativos en este escenario.

8.2. La Microeconomía Nocional.

Para una situación donde hubiese exceso de oferta $Y^s > Y^d$ las empresas, con precios rígidos, deben buscar nuevos niveles de producción y empleo: Y_f; L_f.

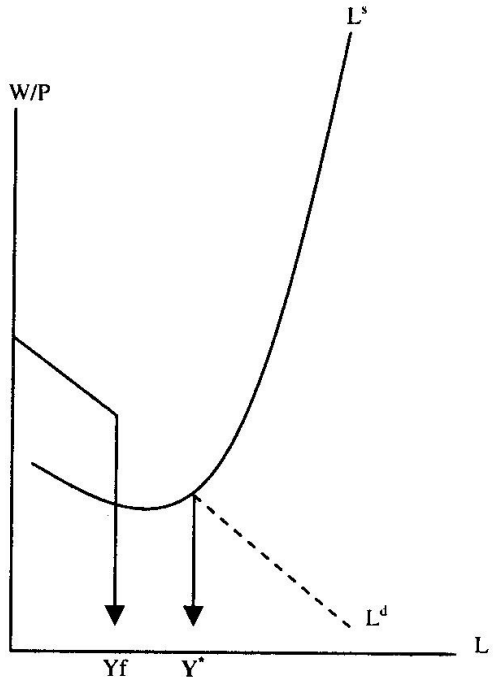
Se trata entonces de maximizar:

$$\Pi = \text{Max. } P\ Y_f - W\ Lf, \text{ dado un } Y^d$$

La restricción de equilibrio de la empresa obliga a que su productividad equivalga al salario real:

$$L'_f = W/P.$$

Como W/P estará prefijada, la demanda de trabajo dependerá solo de la demanda de bienes.



Prefijada la demanda de bienes por el salario real se presentará un desequilibrio en el mercado de empleo y este desequilibrio, a su vez, impide modificar a las familias sus niveles de ingreso. Este argumento (opuesto al de Pantinkin) permite explicar la presencia del ingreso Y en las funciones en lugar del salario. Con ésta variante los autores estiman haber obviado las críticas relativas a la ausencia del mercado de empleo y la del ajuste de la producción a la demanda. No obstante, persistirá la omisión del mercado de títulos.

9. La Teoría del Desequilibrio: Intentos de Abandonar el Equilibrio Walrasiano.

Diversos autores entre quienes destacan Clower, Leijonhufvud y Davidson, estiman que la integración del dinero en el análisis IS – LM, a la manera de Hicks, y aun de Tobin es insuficiente, al insistir sobre el rol de la incertidumbre y de la

información imperfecta; por lo cual intentan rescatar el *"verdadero"* pensamiento de Keynes que sería de desequilibrio. Con relación a las hipótesis de Hicks, señalan que si funcionase la hipótesis de precios limpiadores, no habría incertidumbre alguna y por lo tanto, desparecería la necesidad del encaje transaccional o de precaución. Incluso, bajo la hipótesis del equilibrio temporal hicksiano, bastaría hacer una promesa de pago; lo cual harían innecesarios los encajes y aun el pago inmediato. En caso de imprevistos, una liquidación de activos zanjaría la situación. Observación similar se hace al análisis de Tobin, señalando que bastaría tener algún activo sin riesgo, no requiriéndose del dinero como medio de pago.

Para este grupo de autores la primera justificación requerida es la existencia del dinero. Así, postulan como origen del dinero, la necesidad de tener un medio aceptable de cambio para todos, como demostrara Menger en 1892.[4] Pero al tiempo observan que no hay demanda transaccional en el equilibrio walrasiano. Quien recibe dinero no debería estar en situación de exceso de demanda y quien lo entrega no estará en situación de exceso de oferta. Así, más allá del análisis transaccional, lo que justifica la presencia del dinero es que la información imperfecta obliga a requerirlo:

a. Porque los agentes saben que ciertos precios serán fijados posteriormente. Bajo esta hipótesis la tenencia de dinero será objeto de maximización bajo restricciones presupuestarias.

---

4 *"Si se suponen tres agentes: 1, 2, y 3 y tres bienes: A, B y C y si cada uno posee una unidad (1, A); (2, B) y (3, C) pero si 1, quiere B, y 2 quiere C y 3 quiere A, no es posible ningún intercambio aunque teóricamente es posible hallar la solución de equilibrio general"* Citado por Mourgues (2000: 541).

b. Porque puede haber exceso de oferta en el mercado de trabajo y en el mercado de bienes (negación de la Ley de Walras), lo cual solo podría ser compensado por la existencia de exceso de demanda en otros mercados, como el monetario, y

c. Porque el ajuste se realizara primero por las cantidades, pues cualquier arreglo, fija instantáneamente un precio (así sea originariamente flexible o no). No se requiere entonces una hipótesis de rigidez particular en el salario ni en ningún otro mercado; al señalar que es ilógico suponer que el mismo individuo sea racional en el mercado de bienes y sujeto a la ilusión monetaria en el mercado de trabajo.

Finalmente, después del análisis de Tobin, quien destaca la existencia o desajustes entre los precios P de los nuevos bienes de capital y los qP de los viejos, se resalta la necesidad de considerar al menos cinco mercados: trabajo, títulos, bienes de consumo, bienes de capital y dinero. Es así como aparece el dinero dentro del análisis financiero, en la determinación del *"precio"* del capital y del nivel de la demanda global.

En efecto, el mercado monetario no sólo determina la tasa de interés sino el nivel de la demanda global. La actuación de los agentes en la bolsa de valores y la conformación de un portafolio con un componente sin riesgo, acompañan la contracción de la demanda global e impiden el retorno del equilibrio al pleno empleo, al fijar un nivel de inversión real por debajo del nivel de pleno empleo. Se tiene así, una nueva versión de la preferencia por la liquidez.

Al considerar la actividad bolsística se observa que la demanda de dinero varía con las tasas anticipadas de interés (mercado de títulos) y que dichas tasas, serán siempre provisionales con relación a un estimado normal. Se puede demostrar entonces la interdependencia entre IS y LM. En efecto, supuesta una disminución exógena de la inversión y si la tasa de interés no cambia, el multiplicador lleva a una reducción del ingreso. Esta disminución implica una contracción del encaje de transacción y crea un exceso de dinero que servirá para comprar títulos. La baja inducida de la tasa de interés limita la caída del producto. En síntesis, en la economía monetaria a través del mercado de capitales ocurren ajustes inducidos en la economía real. Pero al incluir el mercado de títulos se tiene un modelo de equilibrio general y no un modelo de desequilibrio.

Apéndice I

El Equilibrio General y el Mercado de Capitales: El Análisis de Tobin

Tobin se propone demostrar, a partir de la síntesis IS – LM; y utilizando los nuevos aportes de la teoría de portafolios y de las observaciones sobre el análisis del consumo (efecto riqueza), que la demanda por los bienes, de dinero y títulos reciben la influencia de la estructura del patrimonio. Introduciendo de manera explícita la riqueza en las funciones de demanda intentará demostrar que el equilibrio de los mercados de capitales (stocks) influirá sobre los mercados de flujos. En oposición a Hicks, que hace énfasis en las semejanzas entre el modelo de Walras y el IS – LM, Tobin enfatizará las divergencias con el propósito de compatibilizar ambos modelos.

En efecto, constata en primer lugar que en el modelo walrasiano no hay distinción explícita entre bienes de capital y bienes consumo. El equilibrio instantáneo reposa sobre la hipótesis de la existencia de *"dotaciones"* sin distinguir los flujos (bienes) de los stocks (dinero y títulos). Los títulos son, evidentemente sustitutos del dinero, pero ellos representan el valor del capital físico existente; y esta variación ocurre en el mundo de los valores bursátiles. El mercado de capitales al equilibrarse, determina la tasa de interés; y con ello influye sobre el mercado de bienes (flujos).

El patrimonio de las familias consta de dinero líquido, títulos (representantes de los activos físicos) y títulos públicos (deuda del Estado). El arbitraje entre ellos determina

sus precios relativos, considerando exógenas las cantidades de dinero y la deuda de Estado. Las anticipaciones sobre el rendimiento de los títulos privados (eficacia marginal del capital en Keynes) y los precios de los substitutos exógenos son los factores relevantes. En una primera aproximación se puede razonar sobre títulos privados y depósitos, obviando los títulos públicos.

El precio de los activos reproductivos, nuevos es P y el de los viejos qP. Si $q \leq 1$, se preferirá adquirir valores accionarios; si $q \geq 1$, se preferirá adquirir activos nuevos. Como resultado de esta posibilidad los dos precios del capital tenderán a unificarse haciendo $q = 1$.

Una unidad de activo físico que cuente P y rinda ε, en el margen tendrá una renta anual de capital equivalente a X; de donde se puede escribir: $X = P\varepsilon \therefore P = X/\varepsilon$. Suponiendo que el inversionista pueda obtener la misma renta X en la bolsa, podrá escribirse que en equilibrio: $X = qPrv$; de donde se infiere que $\varepsilon = qrv$ y lo que es equivalente $q = \varepsilon/rv$ y $rv = \varepsilon/q$.

Así los agentes tendrán en cuenta para la formación de su cartera el rendimiento del dinero rd (sin riesgo) del activo físico ε y el rendimiento de los valores bursátiles rv.

La riqueza total del agente R están distribuidas entonces entre dinero (M) y títulos privados (V), pudiendo escribirse:

$$R = M + qPV$$

La riqueza *"real"* será:

$$(R/P) = (M/P) + qV$$

Admitiendo adicionalmente:

a) Que la demanda de los diferentes activos es homogénea de grado 1 con relación al patrimonio.

b) Que el encaje de transacciones está relacionado con el ingreso. Y.

c) Que el requerimiento de transacción con relación al ingreso y a la riqueza se mueve en sentido inverso. Se tendrá que el equilibrio de oferta y demanda de capitales V será:

$$qV = f,(\overset{+}{rv}, \overset{-}{rd}, \overset{+}{Y/R})$$

Y que la demanda real de dinero será:

$$M/P = f_2\,(\overset{-}{rv}, \overset{+}{rd}, \overset{+}{Y/R})$$

De acuerdo con Walras, una cualquiera de las ecuaciones será redundante. Considerando la demanda de dinero y substituyendo **rv** por su valor **ε/q** se podrá escribir:

$$M/P = f_3\,[\overset{+}{rd}, \overset{-}{(\varepsilon/q)}, \overset{+}{Y/R}]$$

Lo cual también expresará el equilibrio del mercado de bienes de capital.

Considerando también que el rendimiento del dinero **rd** está compuesto de una tasa nominal **(rd')** y de la influencia de la inflación **(p')** la ecuación resultante será:

$$(M/P) = f_4\,[(\overset{-}{rd'} \pm \overset{+}{p'}), (\varepsilon/q), (Y/R)]$$

Como:

$$Y/R = y/M + PqV$$

Si (Y/R) se considera un valor real, podrá escribirse que:

$$(M/P = f_5 [(rd' - p'), (e/q); y/(M/p + qV)]$$

En donde se tienen las siguientes exógenas:

p'= Inflación anticipada.

rd = Tasa institucional.

M = Oferta.

Y = Flujo de rentas (dado).

V = Stock de capital (dado).

P = Nivel de precio del parque nuevo.

Y las variables endógenas:

R = Rendimiento del mercado financiero.

q = Precio relativo del capital.

Estudiando el efecto riqueza, como variante del encaje real, para el mercado de bienes de capital y del flujo de bienes se tendrá que; un incremento de M incrementará la demanda de títulos PqV, luego Pq subirá, por alza de q ya que p está predeterminado. El alza de q hace declinar a rv, que es la tasa de mercado financiero, por lo cual los agentes preferirán adquirir equipos nuevos.

Como el incremento de la inversión tiene un efecto multiplicador, se incrementa la demanda de bienes de consumo y los precios. Mientras la demanda se acentúe sobre los activos financieros, la distancia entre los precios se eleva y el efecto de encaje real, se hará sentir sobre la inversión. Así, el efecto riqueza se hace sentir primero en el mercado de capitales antes que en el mercado de bienes de consumo;

influyendo sobre el precio del capital existente, antes que en los precios de los reemplazos. Este desfase momentáneo hace intervenir la influencia de la tasa de interés.

Si introducimos ahora los títulos públicos con un rendimiento $rq = (rg' - p')$ se puede estudiar el efecto de la política monetaria y el efecto de financiamiento de déficit BT, política presupuestaria, se tendrá ahora una nueva ecuación independiente:

$$(BT/P) = f_6 [(rg' \overset{+}{+} p'), (rd' \overset{-}{+} p') \overset{-}{(e/q)}, \overset{+}{(y/R)}]$$

Se observa que un incremento de BT para ser absorbido, debe aumentar **rg'** y afectará a éste mercado en particular; mientras que un aumento a M bajará la tasa de interés **rd** y aumentará la demanda de todos los activos - bienes incluidos.

Apéndice II

La Visión de Benassy: Equilibrio General con Racionamientos

Al visitarse un mercado particular, el vector precios encontrará tres situaciones posibles:

a. Igualdad entre oferta y demanda o equilibrio.

b. Una demanda excedentaria.

c. Una oferta excedentaria.

Al visualizar las anteriores posibilidades en dos mercados: bienes y manos de obra, es posible observar las reacciones que se producirían en los precios relativos w, P, w/P y en su< relación con una oferta dada de dinero M_0 y el poder adquisitivo M_0/P. Ello se resume en el cuadro sinóptico siguiente:

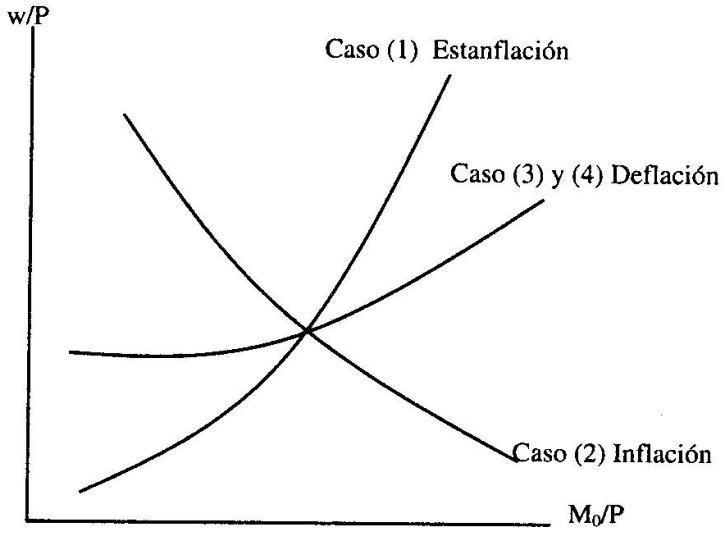
SITUACIONES DE RACIONAMIENTO			
EQUILIBRIO SEGÚN BENASSY		MERCADO LABORAL	
		$L^s > L^d$	$L^s < L^d$
Mercado de Bienes	$C^d > Y^s$	P↑, w↓ w/P↓ M_0/P↓ (1)	P↑, w↑ w/P = k ; M_0/P↓ (2)
	$C^d < Y^s$	P↓ w↓ w/P = k; M_0/P↑ (3)	P↓ w↑ w/P↑ ; M_0/P↓ (4)

- La situación (1) es de racionamiento para las familias en los mercados; habrá entonces tendencia al estancamiento y a la inflación. El aumento de precios pro-

vocado por $C^d\uparrow$, reduce el salario real w/P y el exceso de oferta de mano de obra $L^s\uparrow$, baja los salarios.

- La situación (2), con demanda creciente de empleo y restricción en los mercados de bienes, será un caso de inflación. El aumento de salarios por $L^d\uparrow$, sube los precios y ello reduce la capacidad adquisitiva M_0/P.
- La situación (3) con exceso de oferta de mano de obra y demanda insuficiente de bienes, tenderá a bajar los precios y los salarios; por lo cual será un caso de deflación. La baja de precios por $Cd\downarrow$ aumenta el salario real, pero el exceso de oferta hace que el aumento sea menor que el proporcional; por lo cual M_0/P crece.
- La situación (4), similar a la (3), será un caso de acumulación de inventarios por exceso de oferta de bienes y de mano de obra. En éste caso las transacciones estarán condicionadas por las demandas de las familias.

Ello puede representarse gráficamente como curvas en el plano w/P, M_0/P, debiendo notarse que el caso (1) y el (4) comparten una misma curva:



En el gráfico presentado, el punto de intersección de las tres curvas puede interpretarse como el correspondiente al equilibrio walrasiano; más que un caso de *"desequilibrio general"*, aunque es obvia la no consideración de los efectos de la tasa de interés.

Capitulo VII

La Macroeconomía Financiera

«Par la faute de Keynes, malheureusement, et aussi dans une longue tradition héritée de Walras, rares sont les économistes que s'abstiennent d'ajouter un marche de la monnaie, demandé et offerte comme toute autre chose désirée pour elle-même, aux autres marches dans lesquels s'insèrent les acteurs de l'échange. Pourtant, la constitution même de l'économie monnaitaire s'oposse à la mise à part d'un marché spécifique de la monnaie··· »

B. Rizzo.

1. Introducción: Una Dinámica Económica Turbulenta.

Además de la presencia del fenómeno denominado *"stagflacción"*, y de recurrentes crisis financieras, el final del siglo XX encontró modificaciones importantes en el proceso económico; a saber: la globalización financiera; la transformación en los procesos productivos; la transnacionalización de la producción; la exclusión laboral; la desaparición de la moneda mercancía y la profundización bursátil.[1]

---

1 Desde el ángulo de los eventos particulares, cabe resaltar que en el período 1972 - 1982 aparecen los grandes déficit norteamericanos, que la OPEP impone los precios del petróleo, la proliferación de los centros financieros la privatización de los medios de pagos internacionales, con el consecuente debilitamiento del FMI y de las instituciones monetarias nacionales. En los países latinoamericanos, el alza de las tasa de interés lleva a la crisis de la deuda. Aparecen las areas del Euro y del Yen y se refuerzan los acuerdos de integración económica.

Así, a primera vista el incremento de la complejidad justificaría el recurrir a explicaciones *"ad - hoc"* con importantes ingredientes exógenos y el enfrentar las principales desviaciones con políticas *"mixtas"* de carácter correctivo. Pero un examen más detenido del hecho de que los acontecimientos parezcan únicos (imprevisibles), formen parte de un proceso con repeticiones -como los crac financieros- indicaría que la ocurrencia no es casual, y que tales eventos resultarían de la culminación de procesos normales cuando se salen de ciertos límites y serían, por lo tanto, previsibles. De ser así, la política a aplicar sería preventiva y no correctiva.

Como vimos en capítulos precedentes, desde finales del siglo XIX se intentó explicar las variaciones en la actividad económica suponiendo una periodicidad temporal, asociada a factores extraeconómicos.[2] Schumpeter (1927-1939)[3] elabora una explicación, atribuyendo el desvío de las posiciones de equilibrio dinámico del sistema económico a las *"innovaciones"* (conjunto de aplicaciones tecnológicas novedosas) que alterarían la regularidad de la actividad bancaria, apoyándose en los análisis previos de Robertson (1926) y de Fisher (1933). Intenta así, sin lograrlo, deslindarse de las explicaciones relativas a causales exógenas.[4] Keynes (1936), proporciona una

---

2 La discusión de este enfoque, además de examinar los aportes metodológicos de Mitchel (1913) haría referencia a la caracterización de Kitchin de 39 meses, a la de Juglar, de 7 años, a la de Kuznetz de 20 años y a la de Kondratiev de plazo más largo. Incluiría también la crítica al empirismo extremo (sin teoría económica) del Barómetro de tres curvas de Harvard University Comitte on Economic Research: (Bullok-Persons y Crum).

3 Schumpeter comienza a trabajar el tema en 1912, pero es a partir de la obra de Pigou, criticándolo, que sistematiza sus ideas. Así, distingue entre una dinámica de crecimiento (con pasos infinitesimales) asociado al crecimiento poblacional y a la inversión (ahorro) *"normal"* y una dinámica que desestabiliza a la banca. En esta última influirían decisivamente sus *"innovaciones"*.

4 El pensamiento de Schumpeter oscila entre la idea de que la vida económica es un proceso de incesante cambio interno y la idea de que sin factores externos, como las innovaciones,

explicación con causales endógenos de carácter monetario[5] que sobrevive hasta la sexta década. La discusión de las limitaciones del modelo keynesiano, constituye el punto de partida de la explicación que abordamos; en la cual se minimiza la incidencia de los factores extraeconómicos y se privilegian las relaciones financieras.[6]

En la explicación de las crisis incluye, como factor relevante el incremento histórico de la base para la especulación (característica propia del capitalismo)[7] y su interacción con una tendencia secular a la caída del empleo, incluyendo dentro del mecanismo explicativo la ocurrencia de una depresión financiera generalizada, o situación donde las limitaciones del crédito obliga a una liquidación de activos que puede conducir a un desbalance generalizado (crac) evidenciado en la desvalorización de la moneda.

En otras palabras, la explicación recoge la intensificación de la interacción entre los mercados reales y los financieros y por lo tanto llena los vacíos de la ortodoxia (en su versión Hicks-Keynes o modelo IS - LM) al considerar las desviaciones en las expectativas de beneficio (valores bursá-

---

no habría ciclos en una corriente sin perturbaciones estacionaria o creciente (Schumpeter, 1939: 130-139).

5 Interpretamos que la diferencia con la dinámica infinitesimal del crecimiento, permite a Kalecki (1954) distinguir un movimiento cíclico, endógeno al usar como referencia el contraste entre tasa de inversión y la depreciación (El sistema quedaría estático cuando la inversión sea igual a la depreciación (Kalecki 1977: 124). Pero, en contraste, el ingenioso modelo de oscilación kaleckiano no explicaría las crisis (ni las pasadas ni las actuales) sino la existencia de un suave movimiento oscilatorio automático (en el sentido que buscaban los autores del Barómetro de Harvard) a pesar de reconocer como factor negativo, el ahorro de los rentistas y como factor positivo el mecanismo schumpeteriano de las innovaciones como motor.

6 La tesis de que la oferta monetaria exógena es el agregado financiero clave (Friedman - Schwartz, 1963 y Modigliani-Miller 1958) es una sobre simplificación (money - view) pues omite la influencia de la tasa de interés (credit - view).

7 Rescatamos aquí el antecedente de John Stuart Mill (1848) que asigna a la especulación y al crédito el origen de las *"crisis comerciales"*, acogiendo ideas de Tooke y Fullarton. Véase la segunda edición revisada (Principios de Economía Pública F.C.E.,1951: 562) Desde el ángulo microeconómico el concepto de especulación apalancado tiene apoyo en la obra de Knight (1921).

tiles) la especulación apalancada, las conexiones con los déficit gubernamentales (por su incidencia en la variación de los tipos de interés) y la vinculación con el intercambio internacional, a través del tipo de cambio; pues acudir al mercado de divisas entra dentro de la conducta racional de disminuir el riesgo de los portafolios, aún a costa de aumentar el riesgo sistémico a nivel nacional.

2. El Predominio del Dinero Bancario.

2.1. Origen y Desaparición de la Moneda Mercancía.

Desde remotas épocas, cuatro mil años, dice Galbraith (1975), se reconoció que acuñar monedas sostenidas por un valor intrínseco permitía al emisor tener ganancias (derecho de señoreaje). Bien pronto los Estados asumieron el negocio y con el transcurso del tiempo, a lo largo del Siglo XIX bajo el uso de la fuerza y por intermedio de los bancos[8] obligaron a los particulares a aceptar pedazos de papel, en lugar de monedas de valor intrínseco, para realizar los intercambios. (Nacionalización y estatización de los medios de pago). La obligación estaba acompañada de la promesa de que el banco emisor de

8 A partir de los antecedentes italianos, (Venecia y Génova) los bancos nacen para controlar la proliferación de las casas de moneda. En efecto, las necesidades del Imperio Español para pagar a sus tropas en Flandes (Holanda) hace que en el siglo XVI se crean allí 14 casas de moneda. A objeto de certificar la calidad de las emisiones se establece en Amsterdam (1609) un banco con garantía de los haberes de los comerciantes de la ciudad. La idea se extenderá y se crearán sucesivamente bancos en otras partes, como el de Inglaterra fundado en 1694. Para 1770 el Banco de Inglaterra, a partir de las experiencias en las colonias norteamericanas (1690) se convierte en el principal emisor de billetes, reembolsables en metálico. Al siglo XIX puede denominársele como el siglo del patrón-oro; pues con el dominio británico que sigue a la derrota de las pretensiones napoleónicas y al eclipse del imperio español, la plata dejará de ser referencia metálica aunque siga monetizándose al nivel fraccionario. En 1819 cierra el Banco de Ámsterdam. El comercio británico dominará las relaciones internacionales y con ella el Banco de Inglaterra será el centro de las finanzas mundiales. La tasa de interés que fije su directorio será la guía del crédito internacional y seguirá influyendo hasta bien entrada el siglo XX, cuando compartirá escena con Nueva York, y con el Federal Reserve Bank de Washington.

papeles (billetes) en cualquier momento (en todo momento) devolvería al tenedor el valor facial en un monto equivalente de oro o plata.

Así, de acuerdo con Triffin (1968:55) en el transcurso del siglo XIX y en el comienzo del XX hasta la Primera Guerra Mundial, ocurrió un paulatino desplazamiento del dinero mercancía con aceptación universal (oro y plata) por el dinero fiduciario (billetes y créditos bancarios) con aceptación dentro de las fronteras nacionales (nacionalización del dinero). En el aspecto internacional el dinero mercancía (fundamentalmente oro) sobrevivió bajo la forma de reservas en los bancos centrales, encargados, en última instancia, de asegurar la convertibilidad, a tipos estables entre las monedas nacionales y las extranjeras, para la cancelación de las transacciones internacionales fungiendo de prestamistas de última instancia (Acuerdo de París 1876).

Por ello, conservar un monto adecuado de reservas constituía el eslabón clave de funcionamiento estable del sistema internacional, habida cuenta del gran número de monedas fiduciarias nacionales. La nacionalización del dinero hizo que el ajuste entre países se centrase en las autoridades monetarias nacionales, quienes podían aislar los choques internacionales mediante alteraciones del tipo de cambio, de la tasa de interés y aun acompañarse de la acción de otras autoridades (fiscales, fundamentalmente) para imponer restricciones de toda índole al intercambio internacional. A comienzos del siglo XX, de acuerdo con el resultado del comercio, las reservas se acumularon en Inglaterra y USA, por lo cual la expansión crediticia y monetaria en Europa comenzó a realizarse sobre la base de valores colaterales (préstamos al margen). Esto llevó a moratorias sistémicas, sacó al oro de la circulación y en mu-

chos países se perdió la estabilidad cambiaria. Para recuperarla, como vía de excepción, se admitió la substitución del oro, por divisas en las reservas de algunos bancos centrales.

En forma general aumenta la inconvertibilidad de los billetes y la tasa de interés, y se restringen el crédito, la producción y el comercio mundial; fechándose el inicio de una depresión universal en 1929 que implicará la devaluación del dólar en 1930, de la libra esterlina en 1931 y nuevamente del dólar en 1934; y todo ello con reducción del comercio internacional.

El cuadro depresivo imperante propició el surgimiento de las prácticas nacional-socialista en Alemania y del corporativismo estatizante en Italia; lo cual a la larga llevaría a la Segunda Guerra Mundial. Al término de esta, a la luz de las experiencias de substitución monetaria en el período 1918-1938, y considerando los cambios económicos y políticos, la obligación de convertibilidad de los distintos Estados Nacionales se trasladó al Banco de la Reserva Federal de Estados Unidos: aceptándose al dólar americano como moneda de *"reserva de valor"* internacional (Acuerdo de Bretton Woods 1944). En las décadas siguientes creció el cúmulo de dólares en circulación a nivel mundial, alimentado por las operaciones crediticias nominadas en dólares realizadas en Europa (eurodólares) lo cual hizo imposible satisfacer la conversión al oro de los dólares que constituían las reservas internacionales de los bancos centrales acogidos al sistema de Bretton Woods[9] y defender, al mismo tiempo, el tipo de cambio oro del dólar.

---

9 En 1970 el Stock de oro de USA representaba 11 millardos de dólares y en el exterior circulaban más 37 millardos. Algunas estimaciones llevaban esa cifra a 60 millardos. Finalmente cabe mencionar como antecedente que en 1999 eñ gobierno de China colocó sus haberes en dólares en la "Banque Comercial pour l'Europe du Word (Eurobank) y en el "Moscow Narodny Bank" de Londres; los cuales comenzaron a circular en otros bancos europeos, lo cual parece un antecedente de la denominación "eurodólar". Véase Castellanos, 1996: 6.

En otras palabras, la creciente privatización de la emisión de pagos internacionales (Elie, 1990) hacía incumplible el compromiso contraído por los Estados Unidos[10] y por extensión el de convertibilidad de cualquier Banco Central que pretendiese regresar al patrón oro. Por ello en 1971 el Presidente Nixon fue obligado a desligar al dólar de su compromiso de convertibilidad; generalizándose a partir de esa fecha la flotación de divisas. No obstante, la importancia del comercio internacional de USA hizo que el dólar se mantuviese como el patrón de referencia con relación a las variaciones del tipo de cambio de las diversas monedas nacionales.[11]

Cabe destacar también que la privatización de los medios de pagos ha interaccionado con el desarrollo de la titularización, y este elemento, asociado a políticas crediticias restrictivas, y a la introducción de nuevas tecnologías financieras, que reducen el tiempo real de la transacción, han multiplicado los factores que influyen sobre las tasas de interés, convirtiéndose la tasa internacional en una referencia obligada para las autoridades nacionales.[12]

Finalmente, en los últimos años las innovaciones tecnológicas han impuesto el uso creciente de instrumentos de crédito y de débito que han virtualizado al dinero;

---

10 Tal hecho fue tan evidente antes de 1971 que el precio del oro en el mercado sobrepasó el precio *"oficial"* a que se obligaba el Tesoro de los Estados Unidos.

11 Una consecuencia aparentemente no intencional, fue la normalización del mercado del oro, perdiendo la Unión Soviética un volumen sustantivo de exportación. Ello aceleraría la crisis financiera en ese país.

12 La titularización o colocación de activos financieros en el mercado secundario de obligaciones, que normalmente no podrían hacerlo, se originó en USA y se expandió cuando saldos de deudas de los países en vías de desarrollo se convirtieron en Bonos con respaldo del FMI, del WB y del Tesoro de los Estados Unidos. Estas innovaciones han permitido expandir las operaciones de la banca admitiendo a través de *"Fondos Comunes"* a prestatarios que no tendrían acceso al crédito canónico.

conduciendo a una disminución relativa del circulante que tiende a hacerse absoluta.

2.2. La Nueva Naturaleza del Dinero.

Las anteriores interrelaciones requieren precisar la naturaleza y la definición del dinero. Los partidarios de la moneda mercancía y en consecuencia, de su origen exógeno, pretendían que la moneda era un bien objeto de una oferta y una demanda, lo cual permitiría obtener un precio de equilibrio en el mercado interno: la tasa de interés, por desprenderse de un activo y un segundo precio, el tipo de cambio, cuando se requería intervenir en un espacio diferente al mercado nacional.

Los partidarios del dinero endógeno asientan que éste es suministrado como crédito a las empresas para sus operaciones de producción; dinero que necesariamente terminarán en posesión de las familias, vía los salarios y que retornará a la banca vía los pagos de las empresas. El excedente en poder de las familias -lo no gastado en bienes de consumo- irá a la banca en forma de depósitos. En síntesis, los salarios permiten monetizar la producción y el dinero crediticio sólo tiene valor porque anticipa la producción. En otras palabras, el volumen sustantivo de dinero no tiene ningún valor intrínseco como en la hipótesis de la moneda mercancía. Una autoridad social, el Estado, le asigna su rol de unidad de cuenta, pero su valor está relacionado con el de la producción nacional.

Desde éste punto de vista, la base monetaria aportada por el Banco Central, tiene como propósito fundamental suministrar a la banca comercial las reservas obligatorias calcula-

das a partir de los depósitos (Lavoie, 1984: 245).[13] En consecuencia, resulta necesario abandonar la hipótesis del multiplicador del crédito sobre la base de los depósitos.[14] La banca opera sobre la base de clientes, a quienes otorga créditos. Para atender las salidas del circuito –créditos, depósitos– se requiere de un financiamiento que se puede calcular como un *"divisor"* de la oferta de créditos que ellos inicialmente otorgan (Levy Garbout, 1972). Finalmente, cabe señalar:

a. Que desde ese punto de vista la oferta es infinitamente elástica a la tasa de interés fijada por la banca, o por la autoridad monetaria; por la cual la variable a determinar es la demanda.

b. Que desde el punto de vista macroeconómico, la necesidad de inversión de las empresas, inicia el proceso; el ahorro aparecerá vía los pagos de retorno de las empresas y de los depósitos de las familias, en la forma expuesta antes por Bernacer (1922), y rescatada por Poulon (1982).

c. Que el dinero crediticio es,. a un tiempo, un activo –crédito– y un pasivo –depósito– que eventualmente se cancelan. El dinero solo existe como tal entre el momento de otorgar el crédito y recibir los depósitos/pagos que lo cancelan. En ese instante deja de existir.

d. Que el análisis de la monetización de la producción requiere un proceso *"ex-ante"* de validación –la efec-

13 Este razonamiento supone que cuando el crédito predomina como volumen se puede razonar como si el régimen monetario fuese únicamente crediticio o de moneda privada. Así, con el crédito, el dinero es un título más y la política monetaria se convierte en política financiera.

14 La hipótesis del multiplicador supone que la banca para obtener ingresos, presta una parte de sus depósitos. Se define así un multiplicando, que al depositarse en otro banco, forma la base ulterior de nuevos créditos. Ello constituye una serie convergente, resultado de un multiplicador que es el inverso del coeficiente de retención. Por ello, la sumatoria de la serie se aproxima a un límite fácilmente calculable.

tuada por la banca comercial- y la validación *"ex-post"* efectuada por el Banco Central, como prestamista de último recurso;[15] y

e. El análisis macroeconómico puede fundamentarse microeconómicamente a partir de los comportamientos individuales (banca-empresas) pero el análisis macroeconómico debe considerar separadamente las demandas y las ofertas de dinero público y privado y las contrapartidas: la inversión y el ahorro. Las desalineamientos entre esas magnitudes darán origen a las crisis.

2.3. La Minimización de la Banca Central en las Economías Pequeñas.

Durante el período 1945-1971, o de funcionamiento del llamado sistema Bretton Woods, los objetivos de la banca central combinan el estímulo al crecimiento y al empleo, junto con el mantenimiento del valor de la moneda. En la práctica se convirtieron en instituciones asociadas al Fisco. La estabilidad cambiaria a nivel internacional viene asociada a la expansión de la posguerra. La flotación generalizada a partir de 1971, se acompaña con planteamientos teóricos según los cuales la estrategia más efectiva de crecimiento económico resultaría del proceso de liberalización de los mercados financieros (flotación de las tasas de interés) de la eliminación de restricciones al comercio internacional[16] y de

---

15 Bouvet, P. (1996) *"Les Theoriciens Contemporains de la Monnaie Endogene: Consensos et Desaccords"*. L'Actualite Économique. Vol. 72 - Nº 4 - Montreal.

16 Durante la década de los 70, las autoridades se debaten entre deflación con equilibrio externo y expansión con inflación. Este comportamiento estaba atado a la explicación de la Curva de Phillips (1958) que muestra la disyuntiva entre inflación y desempleo en el largo plazo, planteamiento que dominaba en los espacios académicos a pesar de que Phelps, en 1967, y Friedman, en 1968, predijeron que dicha curva se movería en la medida que las expectativas de inflación se ajustarían como consecuencia de las experiencias. Posteriormente Lucas en

la limitación de la emisión monetaria y crediticia para controlar la inflación.

En otras palabras, con la aplicación de políticas asociadas a la moneda mercancía, la banca central asume como objetivo básico la estabilidad de precios y la tasa de interés se fijaría atendiendo a la variable cambiaria. Al hacerse esta última flexible, se establece una tendencia al alza de la tasa de interés. Al aplicar esta práctica (1979) la Reserva Federal de los EUA, provoca una importante caída en el empleo de ese país, además de fuertes crisis en países con altos niveles de endeudamiento,[17] agravadas por la reducción del comercio y por ende de los precios de los bienes transados internacionalmente. El incremento de los tipos de interés, junto a las innovaciones financieras, impulsó un crecimiento bursátil que llevó aparejado el estallido de burbujas financieras, en 1987, incluyendo la desvalorización del dólar en términos de los Derechos Especiales de Giro, (DEG). Con menor intensidad el proceso se repetirá en el debut de los años 90, y, en ambos casos con repercusión mundial.

Las consecuencias de la evolución señalada son: 1º). Los beneficios del señoreaje y la eficacia del control cuantitativo disminuyen día a día con el desarrollo del crédito y de la virtualización de las monedas; 2º). Se prefiere usar como reserva de valor a las monedas empleadas en el cambio internacional (tendencia a la relación adversa); debiendo no-

---

1973, con las expectativas racionales ataca nuevamente el planteamiento de Phillips, reafirmando las ideas de que el control de la de inflación, dependería de la restricción monetaria.

17 Sary Levy (mimeo 2000) señala que: *"Siguiendo ese clima de ideas, algunos países de Latinoamérica se embarcan en una serie de medidas a la liberación de sus sistemas financieros, al tiempo que se desata la crisis de la deuda externa y se aplican los programas de ajuste de demanda. Los resultados fueron intermitencia en el crecimiento, variaciones en el sentido de los flujos de capital y desajuste de indicadores básicos de la economía. De esta manera, los sistemas financieros se vieron seriamente afectados por bancarrotas, intervenciones gubernamentales, nacionalizaciones y ventas o fusiones con grupos transnacionales".*

tarse que los tipos de intercambio entre ellos y las tasas de interés tienden a converger habida cuenta de los acuerdos entre los centros económicos. Así, en conjunto, se incrementa el peso de las decisiones de las economías grandes y de las instituciones multi o supranacionales,[18] restringiendo el campo de maniobras de las autoridades de las economías pequeñas, y 3º), en las *"pequeñas economías"*, aferrarse al derecho de emitir un signo monetario *"nacional"*, según el principio de *"un Estado, una moneda"*, no proporciona hoy las ventajas que el señoreaje procuraba antes; y por lo contrario, al hacerlo, quedan sometidas al riesgo de la especulación cambiaria. El precio para cubrir tal riesgo es mantener elevadas tasas de interés, lo cual conlleva inflación y desempleo.

2.4. Profundización Bursátil y su Interacción con la Banca.

En el debut del siglo XX la mayoría de las bolsas de valores circunscribían sus operaciones a pocas empresas radicadas en el espacio del Estado Nación. Las mutaciones en las comunicaciones y en los instrumentos financieros, hace que los inversionistas, desde finales del siglo XX, donde quiera que se encuentren, pueden participar en la especulación bolsística (ganar dinero vendiendo a un tercero con precios más altos)[19] de casi cualquier activo, sin importar la ubi-

---

18 Por ello, con la creación del euro (y del banco coordinador), la comunidad europea dispone de un instrumento concurrente con el dólar estadounidense, sin tener que ofrecer respaldo de alguna mercancía en particular, pues el único válido en las actuales circunstancias es la facilidad de acceder con el euro a una cesta de bienes y servicios similar a la norteamericana y sin desmedro de la calidad de las ofrecidas por esa economía. Para 1998 indicadores corrientes daban la primicia mundial a USA. Los países de la comunidad europea alcanzaron un PIB de $ 6 trillones, y USA $ 8 trillones, 2800 empresas cotizaban en la bolsa de valores con una capitalización de $ 3.9 trillones y USA arrojaba 8600 empresas con capitales de $ 11.1 trillones. El mercado europeo incluye un 58.3% de bonos gubernamentales y USA 28.4%. Estas brechas vienen disminuyendo.

19 El coeficiente más conocido a nivel teórico es lo de Tobin, que compara el (valor de mercado con el valor contable).

cación de la empresa, el tipo de mercancía y el valor contable que constituyen el basamento real del activo financiero.[20]

Otra característica importante es que la banca privada, además de transnacionalizarse, se ha salido del cauce de la actividad crediticia de corto plazo, para financiar a largo plazo y aún realizar inversiones financieras a su propio riesgo, incluyendo divisas y valores, creándose los *"supermercados financieros"* o banca universal. Al mismo tiempo, como contrapartida, la banca ha comenzado a traspasar sus acciones a terceros en los llamados mercados secundarios de deuda (titularización), con el objeto de reducir los riesgos de moratoria.[21] De allí la creciente importancia de los mercados de valores en los países centrales y en los periféricos o mercados emergentes[22] y que los activos substitutos de la moneda emitida por un Estado Nación sean múltiples y con alto grado de liquidez. Por ello la movilidad de los flujos de capital es alta y sensible a la variación de las tasas de rendimiento, de interés y de riesgo; afectando a los tipos de cambio e imposibilitando a los Estados nacionales, el control de los libres movimientos de capital, por largos períodos, sin correr el riesgo de encontrarse aislados del flujo internacional.

Otro cambio importante es que los inversionistas individuales están dando paso a los institucionales, que for-

---

20 Ahora bien, como la eficiencia de los mercados financieros (especulación) se mide en razón inversa a los rendimientos extraordinarios que son a su vez una razón inversa a la información (y a la concurrencia) la evaluación de riesgos se ha convertido en un territorio frontera del conocimiento, toda vez que los retornos de las deudas inversa de la moratoria) no parece seguir una distribución normal, a diferencia de los retornos de las acciones, según Altaman (1998)

21 También se ha señalado que las oportunidades ofrecidas por el mercado de valores a las grandes empresas le permite a ellas disminuir sus demandas de crédito. El conjunto de los fenómenos daría lugar a la desintermediación (Guillen 1997)

22 En esto es notable el crecimiento de las bolsas asiáticas, apareciendo disminuidas las latinoamericanas por las devaluaciones (Gutiérrez, 1991).

man parte de grandes conglomerados financieros, lo cual ha facilitado los traspasos a nivel internacional, ocurriendo finalmente que la información y la consecuente interacción entre los distintos valores se manifieste en dos sentidos: vertical, dentro de un mismo país, y horizontal, entre las distintas plazas financieras. En efecto, la competencia global por los flujos de capitales ha forzado a los gobiernos a facilitar (desreglamentar) los procedimientos de los mercados financieros y a adaptar los avances tecnológicos para monitorearlos.[23] Se acepta así la desmaterialización de los títulos, el uso de cajas virtuales de valores (inscripciones) para acortar los plazos de perfeccionamientos de las transacciones, y la comunicación en línea entre casas de bolsas y bolsas de valores para facilitar transacciones simultáneas en distintas ubicaciones geográficas (contagio horizontal).[24]

3. Los Cambios en la Economía Real.

3.1. La Reorganización de la Producción: La Transnacionalización.

En el siglo XIX coexistían numerosas empresas de pequeña dimensión (apenas transformaciones de los talleres artesanales y familiares del siglo XVIII) junto con empresas grandes que cabalgaban sobre las innovaciones en metalurgia y en la química (industria siderúrgica, farmacéutica y petrolera). Ford y Taylor revolucionan la producción y el mer-

---

23 Al respecto destaca la apertura del sistema financiero japonés en los años 80 y el desmantelamiento de los controles de cambios en Europa en los 90 (Guillen, 1997).

24 Un ejemplo de esta conexión la forman los procedimientos de cotización automática entre New York y Londres denominados NADASQ (National Association of Dealers Automatic Share Quotation). En el efecto contagio se considera de importancia la difusión de los precios de apertura y cierre de las distintas plazas como New York, Londres, Tokio y Hong Kong.

cado del automóvil, que de artículo suntuario pasa a ser bien de consumo corriente en los Estados Unidos de América y en Canadá, para comenzar a extenderse en Europa en el período comprendido entre la Primera y la Segunda Guerra Mundial.

A partir de 1945 se acentúa el proceso de transnacionalización de las empresas que comerciaban a escala mundial, iniciado por las empresas norteamericanas y angloholandesas al repartirse el mercado petrolero antes de la Primera Guerra Mundial. A finales del siglo XX las empresas transnacionales con origen en USA y Europa se ven acompañadas con otras con sede en el Japón y en el Sudeste Asiático. Estas últimas aparecen asociadas al financiamiento japonés.[25] Estas empresas ofrecen a escala planetaria, un bien o servicio único (con características idénticas) abasteciéndose en donde se estime conveniente con el mínimo de restricciones posibles. Su referencia es un mercado mundial, cualitativamente diferente de la yuxtaposición de mercados nacionales (antes comercio internacional) ya que paralelamente las empresas, mediante fusiones, avanzan hacia la constitución de monopolios, dejando atrás la competencia oligopólica. Estas

25 No puede dejar de mencionarse que la expansión de las empresas japonesas tuvo como respaldo la apertura del mercado norteamericano a partir de 1950, de acuerdo a la política de dicho país para poner barreras a la expansión de la Unión Soviética; generalizando, así la estrategia de defensa que se había aplicado en Europa con el plan de reconstrucción y ayuda conocido con el nombre Marshall. Así, la tendencia al gigantismo corporativo estuvo asociado al aprovechamiento de los adelantos tecnológicos y a la decisión política norteamericana. La futura Unión Europea y el desarrollo del sudeste asiático nacen con el visto bueno de los Estados Unidos. Distinto será el tratamiento de USA a los países latinoamericanos, los cuales desde la época de su constitución como Estados Nación en el siglo XIX, deberán aplicar en el comercio internacional los principios del intercambio bilateral según *"el régimen de la nación más favorecida"*; con lo cual los Estados Unidos garantizaban, una salida a sus productos manufacturados a cambio de recibir materias primas a bajo precio; pues la negociación de los intercambios debe realizarse en los lobbies de los intereses particulares del sector privado estadounidense. Así los esfuerzos de integración latinoamericana, concebida como defensa de una mayor y diversificada producción, si bien no han sido torpedeados abiertamente, tampoco cuentan con el apadrinamiento norteamericano.

fusiones van aparejadas con avances tecnológicos y reducción del empleo.

3.2. Nuevas Relaciones de Trabajo y Caída del Empleo.

La ruina de las pequeñas empresas del siglo XIX, llevaron al proletariado a los antiguos maestros y aprendices, que solo subsistirán como obreros. A este contingente le fue sumado el de los emigrantes rurales, expulsados de las labores agrícolas por el desarrollo técnico de la agricultura. Tal situación dio origen a los altos volúmenes de desempleo que se observan en el primer tercio del siglo XX, y que sólo será absorbido por un aparato productivo estimulado por el esfuerzo bélico y por la conformación *"de los ejércitos que intervendrán en las guerras mundiales"*. La política del *"Welfare State"*, permitirá la contratación colectiva, la aceptación de los movimientos sindicales y la constitución de los seguros sociales (desempleo) prácticas que compensarán, hasta 1971, las fuerzas restrictivas del empleo.[26]

Pero, a partir de los años 80, al combinarse el neoliberalismo con el desarrollo del crédito, la acumulación de capital bajo la forma de equipos con mayor productividad, puede acelerarse y disminuir relativamente la proporción empleada de mano de obra; por lo cual aparece un exceso de recursos humanos que presiona para que el salario no sea el equivalente a su productividad marginal y se mantenga por debajo de ese referente efecto reconocido por

---

26 Esta transformación hará que las fluctuaciones económicas (ciclos) fuesen compensadas más rápidamente y de menor magnitud las variaciones (pudiendo entonces establecerse como hitos de la transformación los años de 1929 y 1945), iniciándose un largo periodo de prosperidad o de empleo creciente que finalizará en 1971, asociado este cambio con la transformación del sistema monetario y financiero.

Lewis en 1954 y mucho antes por Marx. Las consecuencias de ese proceso son:

- Tendencia a considerar una porción del desempleo como *"exclusión del mercado laboral"* y, en consecuencia, no amparable por el seguro de desempleo, pues se trata ahora de nuevos contingentes que no pueden acceder al mercado de trabajo y ser remunerados, según la productividad marginal, por no estar debidamente educados.[27]
- El semiestrangulamiento de la oferta calificada (nuevos requerimientos tecnológicos-educacionales) y un exceso de mano de obra no calificada (post- fordismo). Así el salario de los calificados, que debería aproximarse a su productividad marginal, se verá disminuida por la sobreabundancia de concurrentes potenciales, y
- Un aumento en la porción de excedente económico que aparecerá como beneficio, que requiere ser invertido en búsqueda de rendimiento en el corto plazo.[28]

En síntesis los elementos: subempleo, subconsumo, inversión especulativa y variaciones del crédito, proporcionan

---

27 Los últimos años del siglo XX proporcionan el ejemplo más reciente del proceso descrito, pues la electrónica estableció nuevas exigencias a la capacitación. Por ello un volumen creciente de subempleo aparece en los servicios personales poco especializados y en los puestos de trabajo rutinario o de entrenamiento fácil, como los existentes en las cadenas transnacionalizadas de *fast food* y en las maquilas (Levy, 1999). Se añadirá a esta opción el incremento del comercio al menor y a la artesanía proletaria, denominadas estas últimas actividades como economía informal o con ingresos inferiores a la subsistencia. Una variación industrial vendrá asociada con el ensamblaje de productos finales observables en las denominadas *"maquilas"*; relacionado este tipo de subempleo con el comercio y la producción de las grandes transnacionales.

28 Dentro de una visión de más largo plazo los capitalistas, por si mismos, o por medio del Estado facilitarán el aprendizaje pues el consumo debe crecer, aunque sea a menor tasa que la inversión.

suficientes factores para explicar endógenamente la senda inestable de los procesos económicos del capitalismo.

3.3. Consecuencia de los Cambios Señalados.

3.3.1. Las Limitaciones del Estado Nacional.

Una característica fundamental es que la producción capitalista tiene como destino el mercado, cualquiera que sea el nivel de transformación de un bien dado: producto final, intermedio, materia prima, bien de capital. Al tiempo, los factores productivos pasan por el mercado. Por último el objetivo del sistema es el aumento constante de las ganancias para reinvertirlas en un proceso sin límites temporales y espaciales.

Estos elementos esenciales no han cambiado, pero si lo ha hecho la relación que guardan con el Estado. El pensamiento dominante en el siglo XIX propugnaba la limitación del Estado a las funciones que los monarcas absolutistas ejercían al establecerse los Estados Nación a partir del siglo XV (defensa nacional, emisión monetaria); dejando a la iniciativa privada todo lo relativo a la producción y a la distribución de bienes y servicios. También suponía el pensamiento dominante que la producción sería absorbida por el mercado mediante ajustes de los precios: *"la oferta crearía su propia demanda"*, según lo sintetizara Keynes para referirse a la Ley de J. B. Say (1803).

La historia demostró que ello no siempre era así, presentándose momentos de sobreproducción (subconsumo) que conducía a caída de precios y quiebra de empresas, asociados a procesos especulativos y a manejos poco prudentes de la banca, en la medida que este mecanismo

de financiamiento se consolidaba. La gravedad de la situación descrita en las primeras décadas del siglo XX, ilustrable con caída del 30% PIB en USA, facilitó la aplicación de una política que propugnaba la intervención del Estado desde el lado de la demanda, vía el gasto gubernamental, para acelerar el vaciamiento de los inventarios y acortar la duración y profundidad de la crisis.

Paralelamente, el temor a la repetición en los países occidentales europeos de la revolución socialista que en 1917 acabó con la monarquía rusa, justificaba políticamente un gasto (salud y educación) en beneficio de los más desposeídos (*Welfare State*). Así la conveniencia política y la lógica económica coincidieron en que los Estados podían gastar más allá de sus ingresos en distintos rubros (gastos sociales y gastos en infraestructura) situación que antes se justificaba solamente frente a conflictos bélicos.

De allí que una transformación esencial fue la aceptación de un importante volumen de gasto del Estado, que puede incluso ser deficitario, según se manifiesten la dinámica económica y las circunstancias sociopolíticas. La idea del gasto anticíclico condujo lógicamente a la previsión y a la creación de instituciones anticíclicas: prestamistas de última instancia y fondos de compensación, armando a la teoría y a la política económica, al nivel nacional de argumentos e instrumentos sustancialmente distintos a los prevalecientes hasta el siglo XIX. Pero la transformación en la organización de la producción y en las finanzas a nivel supranacional después de la segunda Guerra Mundial, introdujo elementos que disminuyeron la eficiencia de ese ordenamiento nacional y de ese instrumental político y propiciaron el retorno a menores intervenciones o neoliberalismo.

3.3.2. La Multiplicación de Riesgos.

El efecto de la sensibilización recíproca de las bolsas conectadas es el incremento de la volatilidad y del riesgo sistémico al disminuir (alejar) la influencia de los resultados de la inversión reproductiva o fundamentos reales.[29] Tal distanciamiento entre el valor financiero de los títulos y el valor contable crea un ambiente propicio a la inestabilidad del sistema económico, pues, la inclusión de divisas en las carteras de inversiones, para disminuir el riesgo del inversionista individual, en un ambiente de tipos de cambio flotantes, amplia las oportunidades de especulación. La combinación de estos elementos hace que la inestabilidad bolsística se asocie a la de los tipos de cambios, lo cual incrementa el riesgo de insolvencia bancaria.[30]

Los cambios reseñados explican la paradoja del distanciamiento entre las operaciones financieras y la base real a nivel global, pues el decreciente ritmo de crecimiento del empleo, (y del consumo) aunque implica incremento de la productividad, no deja otra salida que la aplicación creciente del excedente a la especulación financiera. Este hecho puede verse como el establecimiento de una brecha entre el potencial de oferta y la demanda global, con desmejoramiento global del bienestar social, en un mundo en donde un creciente subempleo y subconsumo afecta a la mayor parte de la población mundial.[31]

---

29 Habida cuenta del crecimiento de las actividades bolsísticas o especulativas puede ocurrir un distanciamiento entre el valor financiero de los títulos y el valor contable de las empresas (sujeto al resultado de la actividad productiva), afirmándose que en tal situación el coeficiente de Tobin (q) o valor de la cotización sobre el contable supera la unidad.

30 Según Bourguinat - Guillen, se crean dos tipos de riesgo para el ámbito financiero: volatilidad financiera (asociada a las tasas de interés, tipo de cambio y cotización bolsística) y los de contrapartida (asociados a la morosidad y solvencia de los prestatarios). Estos elementos conforman la base de evaluación del riesgo sistémico.

31 Al respecto son ilustrativas los datos recogidos por Córdova (1999).

También cabe destacar que, con el predominio de la privatización de los medios de pago,[32] la gestión monetaria y financiera depende de dos tipos de redes: 1º. La de las autoridades monetarias oficiales (bancos centrales y FMI) y 2º. La de los bancos comerciales internacionalizados. El primer conjunto busca controlar las fluctuaciones de la tasa de cambio y asistir moderadamente en casos de déficit de la balanza de pagos. El segundo tiene a su cargo orientar el destino de los flujos de crédito y de capitales, siguiendo una estrategia de máximo beneficio, influyendo decisivamente en el nivel de las tasas de interés, en el crecimiento de los volúmenes crediticios y en la conformación de las carteras de *"inversiones"*.

Al respecto cabe destacar que las salidas por pagos de interés son mayores que los pagos por dividendos, que se mueven al compás de la coyuntura, pues los intereses de los créditos deben ser satisfechos aun cuando exista una situación recesiva. Por ello, el crédito internacional puede convertirse en una carga y, ante esa eventualidad, las autoridades internacionales no pueden hacer más que jugar el rol de observadores; o peor aún, el de *"guardianes"* que privilegian el cumplimiento de los acuerdos a favor de los bancos internacionales, pues no pueden aceptar la transmisión de la crisis a las economías sedes de la gran banca.[33]

---

32 Entre otros el dinero *"plástico"* o electrónico.

33 En algún momento, la comprensión de los líderes económicos de Norteamérica advirtieron que la casi expoliación de la banca privada a las economías endeudadas perjudicaba a los Estados Unidos por la reducción de las exportaciones americanas a dichos países. De allí, iniciativas como las del Secretario Brady de efectuar traspaso de la deuda privada a las instituciones multilaterales, con rebajas sustantivas (experiencia de México en la crisis de 1988) Esta experiencia, repetida en Rusia y en los países asiáticos. Introduce una modificación en la política del FMI, que lo acerca a la concepción de *"banco internacional de última instancia"*; pero la *"urgencia"* como razón para tomar tales medidas no permite suponer un cambio sustantivo en los fundamentos teóricos en los personeros del FMI.

En síntesis, a partir del incremento de la volatilidad bolsística y cambiaria,[34] con aumento del riesgo de insolvencia bancaria, se incrementa la posibilidad de creación de burbujas especulativas; que sometidas a los riesgos diversos señalados aumenta el nivel de incertidumbre, por lo cual el recurrir a la liquidación y a la fuga de divisas conforma un comportamiento racional individual que conduce al crac. En otras palabras la acción racional individual en los mercados puede ser desestabilizadora en el corto plazo; y contribuir, a la larga, a reestructuraciones sustantivas.

4. Tipificación de las Crisis.

Una síntesis de las consecuencias de los cambios reseñados, muestra: a).- Una disminución de la eficiencia de las políticas del Estado Nacional[35] para mejorar o mantener la calidad de vida de los pueblos, y b).- El incremento de la sensibilidad de las actividades reales a la dinámica de las actividades especulativas, opuestas en si mismas a las productivas.

De allí que las perturbaciones de la interacción entre las esferas real y nominal en el capitalismo contemporáneo pueda esquematizarse con los elementos y fases siguientes:

4.1. Elementos de las Crisis.

a. Preeminencia de la actividad especulativa asentada sobre determinantes básicos (incremento de producti-

---

34 Ello revelaría que son mercados ineficientes, en contra de la teoría convencional que los suponen eficientes. La lógica explicativa es que dicho mercado son volátiles por la existencia de los especuladores.

35 Estos cambios, intentan compensarse con los procesos de integración multinacional y la creación de órganos supranacionales; pudiendo imaginar un futuro de Estados Continentes en lugar de los Estados Nación paradigma del siglo XVIII.

vidad) o en las desviaciones de la cotización de equilibrio (sobre valoración) del mercado de valores.

b. Minimización de la banca central, dado el marco de flotación y libertad cambiaria y el crecimiento de la banca privada. Se llega a la paradoja de que la existencia de un Banco Central, comprometido a mantener la solvencia del sistema bancario en una economía pequeña, minimiza los riesgos del especulador en divisas.

c. Presencia de flujos internacionales que puedan ser mayores que los montos de reservas de los bancos centrales de los países medianos y pequeños, al permitirse el libre movimiento de capitales, a nivel global, y

d. Sensibilidad a la especulación de divisas cuando las transacciones del sector externo superen a las de los sectores internos, pues un volumen sustantivo de consumo nacional, de producción nacional, establecería un factor estabilizador.

Los elementos señalados se condicionan mutuamente, pudiendo establecerse la secuencia indicada en el parágrafo siguiente:[36]

4.2. Fases de las Crisis.

a. La necesidad de colocar excedentes monetarios acentúa la necesidad de acudir a especulación, que puede

36 La diferencia básica con la secuencia que puede encontrarse en los trabajos ya célebres de Kindelberger (1991) y de Galbraiht (1991) es la persistencia en esas explicaciones de la presencia azarosa de elementos exógenos con beneficio extraordinarios, mientras que en nuestra explicación la secuencia se inicia con la necesidad de especular que puede tener o no basamentos reales.-En otras palabras, la existencia de innovaciones tecnológicas es circunstancial- Las diversas crisis del siglo XVII y XVIII, incluida la celebérrimo crisis de los tulipanes y de la Cía. de los Mares del Sur, proporcionan ejemplos de lo dicho

presentarse en cualquier mercado, aunque su ámbito natural resida en los mercados de valores y de divisas.

b. La actividad especulativa, aprovechando las condiciones corrientes de financiamiento, reducirá la disponibilidad para financiar las actividades productivas y encarecerá todo el proceso.

c. El encarecimiento del financiamiento canónico (alza de la tasa de interés y de las moratorias), con desplazamientos hacia innovaciones financieras; conlleva la disminución de los beneficios extraordinarios y el incremento del riesgo para prestatarios y prestamistas.

d. Aparecerán liquidaciones anticipadas para escapar del nuevo nivel de riesgo y de la caída de la tasa de beneficios, lo cual conduce a nuevas liquidaciones con perdidas de capital, y

e. La generalización de las liquidaciones (pánico) con caída de los beneficios y en la producción, afecta a terceras actividades (contagio) y a terceros países (contagios verticales y horizontales) por disminución de las importaciones y por variaciones en los flujos de capital, bajo la influencia de la actividad bolsística. El conjunto de factores se reflejará en el alza del tipo de cambio.

Así, el momento o punto de inflexión entre el auge y la depresión se origina cuando la oferta de recursos líquidos se agota, haciendo imposible la recuperación de los créditos pasados, por la no realización de los beneficios previstos (depresión financiera generalizada). La liquidación siguiente, para salvar parte del capital conduce al crac. La profundidad y alcance de este dependerá: 1º: De la asistencia que puede brindar un *prestamista de última instancia*: Banco Central al nivel de los Estados Nación o autoridades y asistencia inter-

nacional, 2º: De la interacción internacional entre las bolsas de valores[37] y 3º: Del basamento de estabilidad dado por el consumo nacional de la producción nacional.

5. La Referencia Microeconómica: Vinculación Riesgo – Crédito.

Un elemento esencial en la secuencia dinámica señalada es la posibilidad de la cancelación de los créditos concedidos, que se interpreta como ahorro ex post, al igual que el incremento de los depósitos de las familias provenientes de la expansión de la renta. Unida esta idea a la evidencia de que el crédito es dinero *"creado"* por la banca y que la ausencia (disminución) de la demanda de crédito, pone en aprietos a los bancos con excedentes de depósitos, se encuentra una justificación para afirmar que el incremento de la *"intermediación financiera"* es una condición necesaria, aunque no suficiente, para el desarrollo del ámbito real en la sociedad capitalista. La consecuencia de este punto de vista es que la tasa de crecimiento real $\left(\dot{Y}\right)$ asociada a la de la inversión $\left(\dot{J}\right)$ se relaciona con la evolución del crédito $\left(\dot{CR}\right)$ y este con el de la tasa de interés (r); y que esta última, pueda tenerse como la variable política por excelencia, pues afecta al comportamiento financiero (ámbito nominal) y al comportamiento de la inversión reproductiva (ámbito real). De allí la necesidad de examinar la mencionada interacción, considerando los comportamientos de los agentes para deducir, por analogía, consecuencias macroeconómicas.

---

37 Esta explicación abarca los casos clásicos (siglos XVII y XIX), incluida en la lista de crisis que en orden cronológico presenta Kindelberger (1951: 67-68).

5.1. La Rentabilidad de la Inversión.

La tasa de rentabilidad de toda operación de inversión es igual, por definición, a la tasa de actualización que anula al beneficio total descontado. Así, si (I) es el gasto de inversión (B) el beneficio (ingreso neto de la explotación) en cada período hasta el enésimo, la tasa de rentabilidad (r) es la definida a partir de la igualdad [1]

$$\sum_{n=1} \frac{Bn}{(1+r)^n} - I = 0 \qquad [1]$$

Una consecuencia de lo anterior es que el beneficio total actualizado B resulta una función decreciente de r, pudiendo escribirse según Masse, (1.968:24):

$$B(I,r) = \frac{F(I)}{r} - I \qquad [2]$$

Siendo la tasa de rentabilidad:

$$r = \frac{F(I)}{I} \qquad [3]$$

Además la tasa de rentabilidad marginal será la tasa r tal que:

$$B(I+dI,r) - B(I,r) = 0 \qquad [4]$$

lo cual conduce al teorema fundamental que identifica el beneficio total actualizado máximo (óptimo) cuando la tasa de rentabilidad marginal es igual a la tasa de interés del mercado.[38]

---

38 Debe suponerse que (r) es positivo y pequeño, proviniendo de la operación $-1+\varepsilon$ de lo contrario si es positiva y muy grande la sumatoria podría tener términos negativos (Masse 1.968 p.21).

Desde el punto de vista gráfico, si admitimos que I puede variar de manera continua, sometida a la ley de los rendimiento decrecientes (otros factores céteris paribus), se puede obtener una curva cuya concavidad se dirija hacia abajo.

Las consecuencias son:

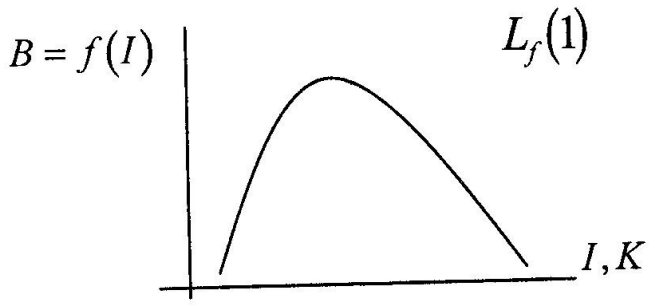
(i) La tasa marginal de rendimiento será: $\dot{F}(I)$. Esta tasa corresponderá a la pendiente de la tangente, la mayor de las cuales indicará la tasa marginal máxima.

(ii) Sin embargo, la condición establecida en [4] no garantiza que el beneficio total sea el máximo; para que ello ocurra hay que añadir una condición de segundo orden, expresado como:

$$\frac{d^2}{dI^2}\frac{B}{} < 0 \qquad [5]$$

Esa condición adicional implica que la función de (I) sea concava, (con un máximo semiestable) y no convexa, en cuyo caso tendríamos un mínimo (estable).

La figura siguiente ilustra lo dicho



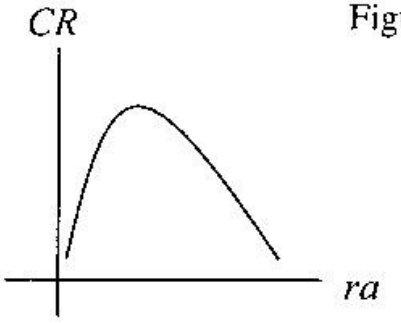
5.2. La Rentabilidad del Crédito.

La banca como agente de intermediación financiera en el mundo capitalista debe obtener beneficios de sus operaciones. Este beneficio (Π)dependerá de la diferencia entre lo que la banca se cobra por una unidad monetaria dada en crédito (tasa activa, ra) y lo que a ella le cuesta (al menos la tasa pasiva, rd) considerando, además, un cierto riesgo de morosidad. Por esto último, los beneficios de la banca crecerán según lo haga la tasa activa (ra) hasta un límite, después del cual la morosidad se haría presente; por lo cual la función de crédito que considera la tasa activa también podría ser representada por una curva con un máximo semiestable que puede expresarse como:

$$\frac{d^2CR}{dra} < 0 \qquad [6]$$

La grafica siguiente ilustra lo dicho:

Figura 2.



5.3. La Interacción entre Crédito e Inversión.

Si giramos 90º la figura (2), la rebatimos y la superponemos al gráfico (1) precedente, de modo que el eje del crédito se superponga con el de la inversión y el de (ra) con la tasa de beneficio, (B/K)=q obtendremos la composición mostrada en la figura (3).

Figura 3

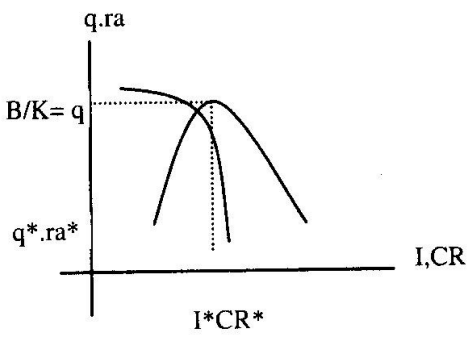
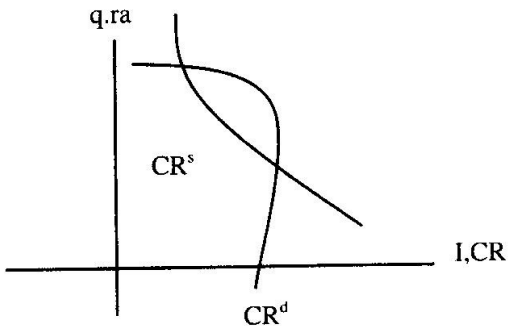


Figura 4

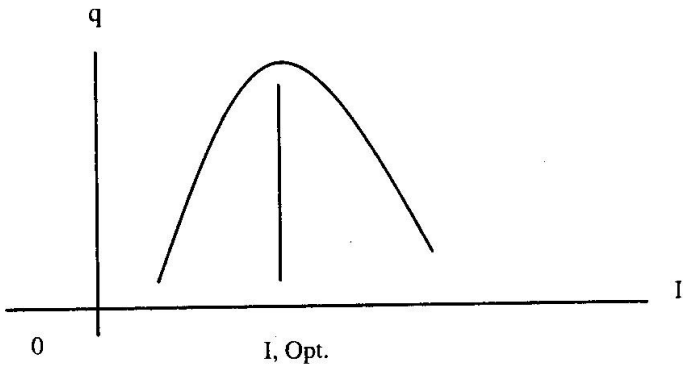


La figura (3) sugiere que las funciones de inversión y de crédito, con máximo semiestables, tenderán a cortarse en un punto [(q*ra*), (I*CR*)] que se aproxima a los máximos respectivos; por lo cual puede inferirse la existencia de entornos en donde no habrá incentivos para invertir o para otorgar nuevos créditos, por alejarse cada vez más de los puntos que corresponden a los máximos beneficios de la banca y de las empresas productivas. Bajo el supuesto anterior la figura (4) muestra la forma de las curvas de demanda de crédito (CR^d) y de oferta (CR^s).

La consecuencia es que, al tomar como referencia el máximo de q, se tendrá una inversión optima (I opt) definida como $(dq/dI) \geq 0$ y solo se otorgará crédito cuando $(dra/dCR) \geq 0$ siendo I∈ (0, I opt].

La figura 5 ilustra lo anterior

Figura 5



Al suponer que la inversión se financia solo con crédito, I opt, coincidirá con el crédito máximo solicitado y la tasa máxima de interés ra no podrá sobrepasar a q, máximo, pues la conducta racional exige que q>ra para que haya inversión. Evidentemente, entre 0 y I op, bancos y empresas pueden expandir sus actividades, (endeudamiento prudente) pero más allá de I op, con una q decreciente la expansión de actividades empresariales exigiría un ra creciente (endeudamiento o apalancamiento imprudente).[39] Estas expansiones tenderían en consecuencia a autofinanciarse,[40] lo que equivale a un incremento del riesgo de quiebra.[41]

Las consecuencias del comportamiento señalado para la banca es que de haber mayor demanda de crédito que el nivel prefijado por I op, sería con propósitos y perspectivas especulativas, (alejados de los rendimientos reales o *"fundamentales"* que de no traducirse en beneficios, obligarían a la liquidación y eventualmente conduciría al pánico si no aparece un prestamista de última instancia.

En efecto si los depositantes perciben altos niveles de fragilidad bancaria iniciaran una estampida hacia la liquidez, incluidas las divisas; y si los bancos para hacer frente a las peticiones de dinero liquidan sus activos pueden presentar insuficiencias (por la caída de los precios), lo cual se transforma en una situación de insolvencia que desorganiza el sistema de pagos interbancario. Llegados a este punto, solo

---

39 Markia (1986) y Stiglitz - Weiss (1981) examinan fundamentalmente estos aspectos al considerar la probabilidad de éxito de las empresas y de cancelación de crédito.

40 Al respecto, Rochet - Freixas (1997) recogen una formalización preliminar (Working Paper de Holmstrom, By Tirole, J. de la Universidad de Toulouse: *"Financial intermediation, loanable funds and the real sector"* IDEI, 1994.

41 Entre los numerosos modelos microeconómicos que conducen consecuencias macroeconómicas evocamos el de las restricciones crediticias y de acuerdo a las exigencias de constituir garantías colaterales, ver Kiyotaky - Moore (1995).

la asistencia de un prestamista de última instancia o la recapitalización podría frenar el estallido de la crisis. En síntesis la función fundamental de la banca es equilibrar activos financieros *"ilíquidos* con recursos *líquidos"* y recuperarlos paulatinamente con un beneficio. La interrupción del proceso conlleva a una crisis del sistema económico en el sentido de Minsky - Bernacer.[42]

6. La Visión Macroeconómica: El Modelo de Preajuste Financiero.

6.1 Estilización de la Interacción Financiera con la Economía Real.

Como en los modelos precedentes el punto de partida es la utilización del principio del equilibrio general, destacando la presencia del mercado crediticio las vinculaciones dinámicas entre el intercambio exterior y la economía nacional, es posible obtener una versión dinámica del equilibrio walrasiano, al considerar la distinción entre mercados de flujos y stocks.[43]Ello permite presentar la ecuación [1] siguiente:

---

42 Minsky, en sus numerosos trabajos a partir de 1975, como antes Bernacer (1922), considera la economía como un conjunto de interrelaciones financieras que se entrecruzan con los procesos reales; enfoque que denomina *"Wall Street Paradigm"*. Para él los procesos de inversión están afectados por las formas disponibles de financiamiento: De allí que el rechazo a la aceptación de una oportunidad de determinada inversión depende de los cambios que su aprovechamiento implique en la estructura de activos y riesgos de la (s) empresa (s). Dreizzen (1985) en su survey crítico sobre el discurso de Minsky propone algunas formalizaciones. Entre ellas está la definición del coeficiente (f) de fragilidad que registra la proporción entre servicios financieros de la deuda (s) y fondos autogenerados por la empresa (G) para afrontarlos. Relacionando lo anterior con la tasa de interés y con el ritmo crecimiento obtiene operadores que permiten calcular trayectorias del coeficiente (f) (análisis dinámico) y ordenarlas según los conceptos: cubierto, especulativo y Ponzi. Este modelo para una empresa, según Dreizen, es aplicable al análisis de países al combinarlo con conceptos keynesianos, lo cual lo lleva a una interpretación de la crisis financiera internacional.

43 La formulación que aquí se presenta difiere del planteamiento concebido dentro de la visión neoclásica y denominado *"Modelo 1-2-3"* elaborado por Devarajan, Go, Lewis, Robinson y Sinko a partir de sus trabajos seminales de 1990 y 1993. las derivaciones mencionadas consideran dos sectores (producción de bienes exportados y de bienes consumidos internamen-

$$P\left(Y^d - Y^s\right)_{t+\delta} + w\left(L^d - L^s\right)_{t+\delta} + \frac{1}{r}\left(V^d - V^s\right)_{t+\delta} + \frac{1}{r^*}\left(V_{\$}^d + V_{\$}^s\right)_{t+\delta} + \left(1+\frac{1}{r_a}\right)\left(CR - CR^s\right)_{t+\delta} \quad [1]$$
$$+ ch\left(\$^d - \$^s\right)_{t+\delta} + \left(M^d - M^s\right) = 0$$

En donde $P\left(Y^d - Y^s\right)$ representa rl mercado de bienes; $w\left(L^d - L^{sL}\right)$ al del trabajo, $\frac{1}{r}\left(V^d - V^s\right)$ al de títulos nacionales, $\frac{1}{r^*}\left(V_{\$}^d - V_{\$}^S\right)$ al de títulos foráneos, $\left(1+\frac{1}{r_a}\right)\left(CR^d - CR^s\right)$ al de crédito bancario, $ch\left(\$^d - \$^s\right)$ al de divisas ($M^d - M^s$) al de moneda nacional; siendo P, w, r, r^*, r_a, ch respectivamente, los precios, las tasa de salarios, la tasa de rendimiento nacional, la tasa de interés internacional, la tasa de interés nacional y el tipo de cambio.[44]

Al aplicar el cálculo de límites, cuando el lapso se hace muy pequeño ($dt \to 0$) el equilibrio queda reducido a los condicionantes *"ex-ante"* de los mercados de stocks, transformándose la expresión [1] en la siguiente:

$$\frac{1}{r}\left(V^d - V^s\right) + \frac{1}{r^*}\left(V\$^d - V\$^s\right) + \left(1+\frac{1}{r_a}\right)\left(CR^d - CR^s\right) + ch\left(\$^d - \$^s\right) = \left(M^d - M^s\right) = 0 \quad [2]$$

Lo cual se interpreta en el sentido de que los agentes económicos, consideran primero las circunstancias de los mercados de títulos, de crédito y de divisas y que las decisiones en tales mercados (preajuste financiero) influyen sobre las relativas al mercado de bienes y de trabajo y de dinero nacional como saldo. Así los precios relativos por excelencia serán las tasas de interés y el tipo de cambio y

---

te) y tres bienes (exportados, importados y consumidos internamente), haciendo depender el equilibrio (estático) del precio relativo de los bienes.

44 El criterio de incompatibilidad referido al uso simultáneo de "flujos" y "stocks" se invalida cuando se observa que flujos y stocks son equivalentes al deducir de los stocks los valores iniciales. Véase a Poncet-Portait (1980).

sus interrelaciones marcaran el desenvolvimiento económico.[45] En otras palabras, el ajuste macroeconómico (niveles de empleo y de ingreso) depende de las decisiones de selección cartera del sector privado, tomando como datos (condicionantes) las decisiones de las autoridades al respecto de las tasas de interés y del tipo de cambio.

La primera consecuencia de lo anterior es que las condiciones para el estallido de una crisis son intrínsicos en la economía capitalista, una vez que se admite la normalidad de la actividad especulativa como resultado de la generalización del análisis microeconómico resumido en parágrafo 2.3. La segunda consecuencia, de orden político, es la relevancia de las decisiones de las autoridades con relación a las tasas de interés y tipo de cambo; y la tercera, que la posibilidad de contagio internacional depende de las características y del peso de la apertura de la economía.

La presentación en términos de mercado del modelo de preajuste financiero se presenta en dos fases reiterativas como sigue:

Primera fase:

PREAJUSTE FINANCIERO	TÍTULOS	DIVISAS	CRÉDITO
OFERTA	$V_s = V(r,q)$	$\$_s = \$(ch, R_0, X)$	$CR_s = CR(r, KB_0)$ $r = r$
DEMANDA	$V_d = V(r, q; ch)$	$\$_d = \$(ch, M, S^e_0)$	$CR_d = CR(r, q, ch)$
VARIABLE DE AJUSTE	q, V_d	ch, M	CR

45 Se pueden especificar diversos modelos a partir de la identidad [1], como hacen Poncet y Portait (1980). Una formalización más próxima a lo aquí expuesto se encuentra Mata (1999). En todo caso, los modelos y restricciones presupuestarias, y equilibrio de mercados. Cuando variables endógenas se hacen explicativas se encontraran *"enlaces"* que permite construir algoritmos recursivos y sistemas de ecuaciones.

Para las cinco variables endógenas: CR_d, M, V_d, ch y q, se cuenta con cinco variables exógenas: X, r, R_0, KB_0 y $\$^d_0$ en donde X representa las exportaciones, q al rendimiento nominal de los títulos, $\$^d_0$ a las salidas predeterminadas de divisas (por ejemplo las amortizaciones), R_0 representa el stock inicial de reservas de divisas y KB_0 el capital bancario.[46]

Para considerar los mercados reales de trabajo y de bienes, en la segunda fase, basta hacer explícita la variable exógena salarios nominales (w), ya que en el mercado de empleo $L^s = L_0$ está predeterminado y para el mercado de bienes, las variables CR, V, r, ch, están predeterminadas. En el mercado monetario, prácticamente residual, se determina M_d en función de las ya calculadas.

Segunda fase:

PREAJUSTE FINANCIERO	TRABAJO	BIENES	DINERO
OFERTA	$L_s = L_0 \overset{+}{(w)}$	$Y_s = Y \overset{+}{(L_d}, \overset{+}{I})$ $P = P \overset{+}{(w}, \overset{+}{q}, \overset{-}{r})$	$M_s = M_d$
DEMANDA	$L_d = L \overset{-}{(w}, \overset{+}{q})$	$C_d = C \overset{+}{(w}, \overset{-}{r}, \overset{-}{ch})$ $I_d = I \overset{+}{(CR}, \overset{-}{V}, \overset{-}{ch})$	$M_1 = M \overset{+}{(C)}$ $M_2 = M \overset{-}{(r)}$ $M_d = M_1 + M_2$
VARIABLES DE AJUSTE	L_s, L_d	Y_s, Y_d, P	M_d

6.2 La Crisis en una Economía Abierta, según el Modelo de Preajuste Financiero.

Se ha denominado *"hegemonía financiera"* al control que ejerce el capital financiero sobre el proceso de acumulación mediante la dominación de las empresas y de la política eco-

46 Podría presentarse una formalización alternativa en donde q esté predeterminada, la variable de ajuste sería entonces r.

nómica de los países. El control se ejerce porque dicho capital, bajo la forma de acreedor o de inversionista financiero, tiene como único propósito extraer ganancias líquidas, de empresas y países, en el plazo más breve posible; por lo cual exige la adopción de políticas o prácticas que faciliten dicha obtención. Entre ellas se encuentran: (i) la flexibilización del mercado de capital (libre circulación y libre conversión de divisas) (ii) la flexibilización del mercado laboral para aumentar la tasa de beneficio absoluta y (iii) la privatización de las empresas del Estado para absorber los excedentes antes acumulados por este. (Giraldo, et al 1998).[47]

Ahora bien, a la luz del esquema teórico, la plena realización (cierre) del circuito económico ocurre cuando las transacciones finales del sistema bancario (cancelación de los créditos anticipados) suceden sin tensiones mayores. Cuando ello no es así, se manifestarán inestabilidades en la tasa de interés. Una aceleración de los programas de inversión, financiera (especulación), o su equivalente, el incremento de la demanda de créditos riesgosos (seguidos por una acumulación de inventarios) ocasionará nuevas demandas de créditos (o de descuento) para cancelar obligaciones pasadas, provocando alzas en las tasas de interés bancaria y en la tasa de redescuento. Con ello variarán los valores bursátiles de las empresas, lo cual permitirá ganancias (pérdidas) especulativas para algunos en el mercado de valores; por lo cual una parte de los recursos monetarios tenderán a desviarse a la adquisición de divisas con detrimento ulterior de la producción y acentuación de la disminución de la capacidad de pago de los compromisos contraídos.

---

47 Si se trata de vender en el exterior, lo producido en una empresa transnacionalizada, los salarios locales en general, estarán reducidos con relación a los pagados por la casa matriz original.

En otras palabras, con una fuerte valoración de títulos y una escalada de crédito (1ª fase) que no pueda ser cancelada (alza de las tasas de interés), será seguida por una fase (2ª) donde la falta e liquidez se transformará en problemas de solvencia de la banca y en una búsqueda de liquidez en las bolsas de valores para cancelar obligaciones (3ª fase), las acciones perderán valor por exceso de oferta y los inversionistas financieros su riqueza. Si los problemas de solvencia de la banca no son atendidas por sus titulares, la asistencia del banco central puede traducirse (4ª fase) en una demanda creciente de divisa, acompañándose la crisis bancaria y bolsística de otra en el mercado cambiario (twin crisis). En países con sostenidos déficit fiscales financiados internamente se puede producir un proceso similar.[48] En todos los casos alzas sostenidas de la tasa de interés estarán asociadas a procesos depresivos, crisis bancarias y bolsística (búsqueda de liquidez) y a pérdidas de divisas.[49]

Queda entonces claro que la actuación autónoma de las autoridades monetarias (banco central) son responsables de manejar la tasa de interés, r, y el suministro de liquidez con un ojo puesto sobre el mercado crediticio y otro sobre las reservas internacionales Con relación a la crisis la autoridad

---

48 La interrelación entre las crisis fiscales bancarias y las de tipo de cambio se ha manifestado recurrentemente en las dos últimas décadas (Chile 1982, Argentina 1982 y 1995, Venezuela y México en 1994-95, los Tigres del Sudeste Asiático en 1997-98 y Colombia en 1999). Krugman usará como elemento explicativo la monetización de déficit fiscales sostenidos que conducirían a ataque a las divisas mientras que Muller (1996, 1999señala que bancos con insuficiencias de activos líquidos serán causa suficiente para estimular ataques especulativos a las diversas naciones.

49 Este proceso de endeudamiento más rápido que lo permitido por el flujo de caja se ha repetido en USA en 1929 y en 1971, pudiendo verificarse la presencia de las cuatro fases señaladas incluida la desvalorización del dólar. La intervención de la reserva Federal en 1987, frenaría la crisis en sus inicios.

podría actuar *"ex-ante"*, controlando la calidad del crédito[50] y *"ex-post"* para detener el proceso depresivo que sigue a la búsqueda de liquidez.[51] La situación cómoda para ellas será aquella donde la balanza de pagos sea recurrentemente superavitaria, pues no tendrían que afrontar el dilema que representa el inclinarse por un alza de la tasa de interés o abocarse a una devaluación. Por su lado el Ejecutivo y el Congreso (autoridades con responsabilidades fiscales) serán responsables de los gastos públicos y de su financiamiento, por lo cual también ejercerán influencias sobre la tasa de interés y sobre el mercado cambiario. En consecuencia el logro de los objetivos de crecimiento del empleo y de mantenimiento de la estabilidad de precios, o del mantenimiento con una variación superior al crecimiento poblacional (garantizando así el crecimiento del ingreso per cápita requiere una estrecha colaboración entres las autoridades fiscales y las monetarias. Pero como estas han perdido eficacia a nivel nacional, dado el contexto de globalización, la búsqueda de soluciones queda condicionada por el comportamiento y compromiso de las autoridades supranacionales y el de las rectoras de los Estados Continentes (Economía Intercontinental).

7. Un Esquema de Política Financiera.

Hemos dicho antes que la política monetaria, cuando se acepta la hipótesis del dinero endógeno, se transforma en política financiera. En éste sentido, la transmisión de los movi-

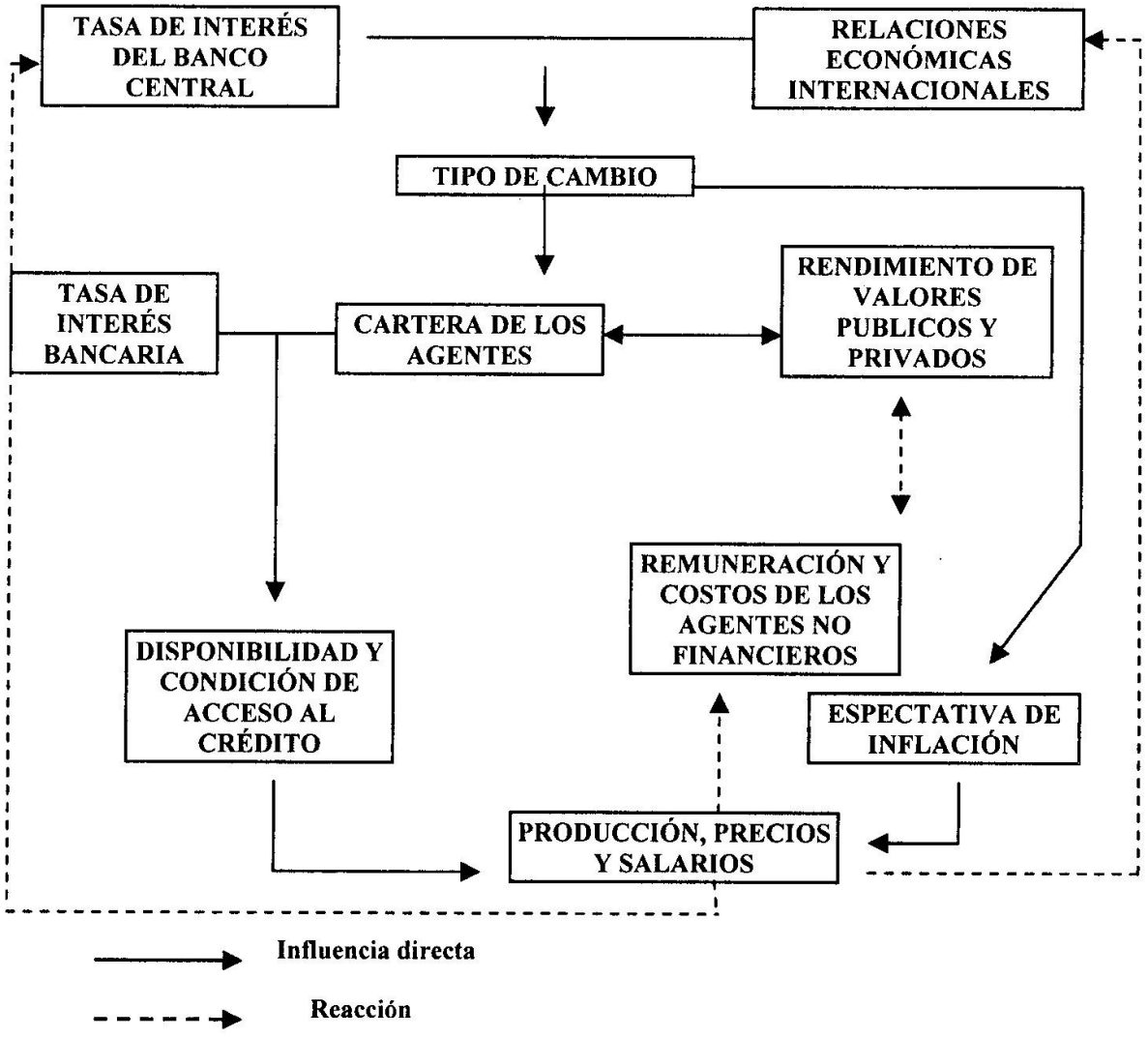
---

50 Entre las normas preventivas actuales están las previstas en los acuerdos de Basilea; específicamente la relación de Cooke establece que los bancos cubran con recursos propios el 8% de sus compromisos.

51 Las restricciones provienen de que la *"asistencia en última instancia derogan"* las leyes del mercado, pues al desplazar la restricción de pagos el prestamista substituye con liquidez los títulos desvalorizados. Así esta asistencia no debe ser automática (garantizada) para evitar el comportamiento laxo de la banca. Pero una vez que se produce el pánico la intervención debe ser rápida y sin condiciones (Guillen 1997).

mientos de la tasa de interés, bajo la supervisión-control del banco central y de las autoridades fiscales, normalmente referido a plazos cortos, afecta a los incentivos a endeudarse y a ahorrar (depósitos) de los distintos agentes económicos. La respuesta de los agentes a estos cambios se mide con los llamados *"efectos de substitución"* (atractivos del gasto y del ahorro), de renta (cambios en los ingresos financieros netos) y finalmente sobre la producción y la demanda agregada. También debe considerarse, la interacción con el tipo de cambio y su influencia sobre los precios. Estas interacciones se reflejan en el esquema siguiente, denominado *"canales de transmisión"*.

La Interacción Financiera



Apéndice I

Régimen de Comercio y Patrón Monetario en los Siglos XIX y XX

Conceptos	1820-1870	1871-1914	1919-1938	1945-1971	1972-1982	1983- al presente
Régimen de comercio y países preponderantes	✔ Libertad de comercio con régimen arancelario de la *"nación más favorecida"* ✔ Hegemonía británica con Francia como competidor	✔ Libertad de comercio vs. Proteccionismo arancelario en USA y en Alemania ✔ Predominio Inglés	✔ Regímenes mixtos con "nuevos imperios coloniales" con el reparto de África: Italia, Francia, Bélgica, Alemania, Portugal, y surgimiento de Japón ✔ USA (1934) libre comercio.	✔ Régimen de libre comercio. Creación del GATT. ✔ Europa practica el control de cambio y las restricciones cuantitativas. Acuerdos de Roma y Estocolmo o los 6 + 6	✔ Grandes déficit norte americanos. ✔ OPEP impone precios de petróleo.	✔ Crecimiento lento de las economías americanas y europeas. Auge japonés y aparición de China, como actor importante. ✔ Consolidación de bloques arancelarios.
Patrón monetario y régimen de control bancario	✔ Patrón bimetálico (oro y plata) ✔ El mercado de Londres orienta las transacciones financieras, substituyendo al mercado de Ámsterdam	✔ Patrón oro: Conferencia de París (1876); acuerdo para que los pagos internacionales se hagan en oro. ✔ Londres centro financiero mundial.	✔ Patrón oro con convertibilidad y con excepciones o "patrón oro cambio". ✔ Acuerdos de Ginebra 1922 y Londres 1930) ✔ Devaluación de la libra esterlina ✔ New York competidor de Londres	✔ Patrón oro cambio: creación del FMI, del W.B. ✔ Generalización de los bancos centrales: "Un Estado una moneda".	✔ Proliferación de centros financieros ✔ Devaluación del dólar y régimen de cambios flotantes: Caos monetario o Privatización de los medios de pago internacionales. ✔ Debilitamiento del FMI	✔ Regímenes flexibles o mixtos ✔ Acuerdo de Maastricht para crear divisa europea ✔ Surgimiento de áreas del dólar, del euro y del yen. ✔ Debilitamiento de las instituciones monetarias nacionales
Repercusiones en América Latina	✔ Declinación de las artesanías fabriles y del intercambio interno. latinoamericano ✔ Exportaciones del sector primario de la producción.	✔ Especialización de las exportaciones latinoamericanas, café, azúcar, carnes. ✔ Alzas y bajas del comercio según la dinámica europea.	✔ A las exportaciones agrícolas se añaden las de minerales incluido el petróleo. ✔ Altibajos según la dinamita europea y la estadounidense	✔ Crecimiento de las economías petroleras ✔ Los controles y el proteccionismo europeo por las preferencias por África afectan las exportaciones agrícolas. ✔ Exploraciones y e acuerdos arancelarios en el área.	✔ Mediatización de los acuerdos de integración. ✔ El alza de las tasas de interés llevan a la crisis de la deuda.	✔ Renacimiento de los acuerdos de integración y renegociación de la deuda externa. ✔ Altibajos comerciales según la coyuntura mundial (globalización).

Apéndice II

Medio Siglo de Evolución Financiera

Período	Rol de las autoridades FMI y Bancos Centrales	Rol de las instituciones privadas	Operación dominante	Consecuencias sobre la tasa de interés y el tipo de cambio
1945-1958	▲ Control de la liquidez monetaria y del volumen de las reservas en oro y divisas. ▲ Fijación del precio en oro de las diversas monedas. ▲ Fijación de las tasas de interés como prestamistas de última instancia (Bancos Centrales). ▲ Banco Mundial prestamista de largo plazo.	▲ Administrar la concesión de créditos de acuerdo a las tasas de interés y de otras pautas fijadas por las autoridades y según la relación con los depósitos y con el capital de cada banco.	▲ Créditos bancarios *"canónicos"* (predominio del corto plazo).	▲ Paridad fija y tasa de interés controlada por autoridades. ▲ El dólar estadounidense base del sistema de paridad bilateral
1959-1970	▲ FMI Prestamista coyuntural ▲ Banco Mundial y otras instituciones multilaterales con crédito a largo plazo por debajo de la tasa de mercado (blandos).	▲ Con la emisión de créditos en dólares, los bancos europeos eliminaran el control de los flujos y de las tasas de interés realizada por las autoridades.	▲ Créditos bancarios concentrados en las grandes multinacionales.	▲ Tasa de interés variable. ▲ Predominio de las Paridades cambiarias fijas.
1971-1982	▲ Suspensión de la convertibilidad del dólar. ▲ Modificación de los Estatutos del FMI y eliminación de las restricciones a los movimientos de capital en todas partes.	▲ El mercado fija la tasa de interés y el tipo de Cambio. ▲ La Banca adquiere el rol de *"inversionista"* con operaciones no identificadas en los balances.	▲ Aumento del endeudamiento especulativo a corto plazo	▲ Tasa de interés y tipo de cambio inestable. ▲ Tasa de interés reducidas por el exceso de petrodólares.
1983 al presente	▲ FMI y Bancos Multilaterales otorgan *"créditos de salvamento"* para evitar cesación de pagos. ▲ Objetivo primario: Controlar las fluctuaciones del tipo de cambio	▲ El mercado fija las tasas de interés y de cambio. ▲ Se crean nuevos instrumentos para traspasar riesgos. ▲ Orientar los flujos de crédito y de las inversiones	▲ Se incrementan las operaciones de titularización. ▲ Reducción de la intermediación bancaria canónica.	▲ Tipos de cambio nacionales sufren "ataques" especulativos. ▲ Tasa de interés volátiles con tendencia al alza. ▲ El comercio "regional" estimula la aparición de las monedas "regionales" y nace la multilateralidad.

Capitulo VIII

Aproximación a la Macroeconomía Aplicada

"Aussi (ici) risquons - nous de mécontenter les amateurs de théorie pure, les orfèvres en économétrie et les «connaisseurs raffines» de modèles».
J. Daloz - C. Goux.

1. Introducción: La Especificación del Modelo de Preajuste Financiero.

El propósito del capitulo es mostrar los primeros pasos para la verificación estadística, el análisis coyuntural y la previsión política, habida cuenta de las limitaciones que con referencia a este ultimo aspecto presentamos en el capitulo I.

2. Un Modelo con Sector Financiero.

2.1. Las Hipótesis Básicas.

Como ya dijimos, la renta nacional puede analizarse desde dos ángulos: el de los gastos, referidos al consumo y a la inversión y el de la distribución de ingresos referidos a los salarios y a los beneficios. Las proporciones de la renta en esas cuatro categorías no se corresponden necesariamente; compensándose las diferencias por los flujos financieros. Resulta así, que ninguna situación de equilibrio general puede ser realizada si no se incluyen a la vez los aspectos financieros (mercado de dinero y de títulos) y los aspectos reales (mercado de bienes y trabajo). De ésta manera, la distribución de los ingresos, las pro-

porciones entre los gastos y la selección de activos financieros estarán co-determinadas.

Pero dado que las hipótesis que sustentan la integración de los diferentes procesos está lejos de ser unánimemente compartidas, conviene recodar que hemos adoptado las relativas al concepto de dinero endógeno, pues consideramos una debilidad del enfoque de la exogeneidad monetaria, el que la demanda de dinero tenga un equivalente en la realidad (los particulares serán acreedores o deudores de los bancos), mientras que la oferta no encuentra una operación identificable en la vida cotidiana. En efecto, cuando se admite la existencia de multiplicadores se afirma que la base monetaria ofrecida por las autoridades es inelástica a la tasa de interés. Esto es una simplificación extrema que omite la existencia del mercado de redescuento y de las operaciones de mercado abierto, y sobre todo el hecho de que la banca privada opera buscando rentabilidad.

Desde el punto de vista formal se acoge la visión del "Preajuste financiero", utilizando la hipótesis de Allais (1989, pp: 359-365) de que no se requiere la hipótesis irreal de equilibrio simultáneo en todos los mercados sino el condicionamiento de los mercados reales por los financieros: monetarios, bancarios y de títulos.

2.2. Condiciones Macroeconómicas de Equilibrio en el Marco Financiero.

Se considerarán cuatro agentes: las autoridades monetarias, la banca, las empresas y las familias. Los activos a considerar son la base monetaria (BM) con rendimiento nulo; los depósitos bancarios (DP) con rendimiento (rd); los títulos

emitidos por las empresas (V) de rendimiento (r1) y los títulos del Tesoro Público (BT) de rendimiento (r2). Las letras P, B y A, se refieren al público, a la banca y a sus actividades respectivamente. Los supraíndices (d y s), significan demanda y oferta.

La demanda monetaria estará definida por el subsistema de ecuaciones:

$$BMP = BMP\ (\overset{-}{rd},\ \overset{+}{Y},\ \overset{+}{S_0}) \qquad [1]$$

$$BMB = BMB\ (\overset{+}{D},\ \overset{+}{P},\ \overset{+}{Y},\ \overset{-}{rs}) \qquad [2]$$

Siendo la condición de equilibrio:

$$BMP\ (\cdot) + BMB\ (\cdot) - BMA = 0 \qquad [3]$$

Por su parte, el mercado de depósitos bancarios para estar en equilibrio requiere:

$$DP = DP\ (\overset{+}{rd},\ \overset{+}{w},\ \overset{+}{S_0}) \qquad [4]$$

De forma equivalente la oferta de redescuento debe igualar a la demanda supuesta una tasa de redescuento **rf** exógena:

$$RF_d\ (\overset{+}{ra},\ \overset{-}{rf},\ \overset{+}{k},\ \overset{+}{CR}) - RF_s = 0 \qquad [5]$$

El sistema se cierra con la condición:

$$BMA = BE + RF_s \qquad [6]$$

Y con la igualdad de activos y pasivos de la banca:

$$CR\ (\cdot) + BMB = DP + RF \qquad [7]$$

2.3. Condiciones Macroeconómicas.

Las ecuaciones de 1 a 7 conforman la base para la determinación de la función de equilibrio LM.

La oferta de títulos y su demanda, considerando que todos los activos financieros son sustitutos entre sí, incluyendo los títulos gubernamentales BT se expresa por las ecuaciones:

$$VS_s = J - AF + BT - CRd\ (.) \quad [1]$$

$$VSd = VF\ (\overset{+}{rs},\ \overset{+}{r2},\ \overset{-}{rd},\ \overset{+}{W},\ \overset{+}{S0}) \quad [2]$$

La condición de equilibrio $VF_d = VF_d$ o función VV equivale a:

$$CR - VS = J + BT - AF \quad [3]$$

Así, las ecuaciones 8, 9 y 10 son la base para construir la función VV, cuya curva es negativa en el plano (rY).

2.4. Solución del Modelo.

Seleccionando una de las ecuaciones (1 y 2), más la (3), que contiene a la excluida, más las ecuaciones (4, 5, 6, 7) correspondientes a las operaciones bancarias, más la (8) y la (10), se conforma un sistema de ocho ecuaciones para determinar ocho variables endógenas:

BMA, BMB, BMP, RF, CR, DP, BF, J

En función de las exógenas:

BE, BT, q, rf, ra, rd, RF, r2, k, Y, S0, AF

En éste modelo, el público no está constreñido a tener proporciones constantes entre liquidez y depósitos, ni los bancos a conservar constantes entre créditos y depósitos.

El modelo, por el hecho de calcular la inversión J hace necesariamente que la función IS pase por la intersección de las funciones LM y VV.

3. Conversión de la Inversión Financiera en Inversión Real: el *"Preajuste Financiero"*.

Se ha aceptado:

(i) Que la oferta de títulos iguales a los requerimientos de inversión, deducido un autofinanciamiento (AF) exógeno.

(ii) Que el rendimiento medio (q) del stock de capital, puede ser considerado como la variable representativa de la eficacia marginal del capital, comparable con los rendimientos garantizados de los títulos y con la tasa activa bancaria; pudiendo escribirse:

$$J^d = J\ (\overset{+}{q},\ \overset{-}{ra},\ \overset{-}{r2})$$

En otras palabras la inversión real se determinará en los mercados financieros; debiendo cumplirse que la eficacia marginal después de efectuada la inversión debe ser mayor o igual que antes de hacerla efectiva.

Es decir:

$$e\ (J + K) \geq (e)\ (k);\ \text{siendo}\ (e) \geq \text{Max.}\ (r2,\ ra)$$

Esto implica que las variaciones de las tasas exógenas de la política fiscal y de la política monetaria condicionan la expansión o recesión de la actividad económica.

En síntesis, de acuerdo a la conclusión de los análisis presentados en los parágrafos precedentes, la configuración de la LM y VV, permite obtener *"ex-ante"* el nivel de la inversión reproductiva J; por lo cual la relación IS resulta redundante y puede ser excluida al momento de hacer los cómputos para la obtención del equilibrio general. También es necesario destacar que la consideración de los bonos del tesoro BT y los créditos emitidos por la banca implican el abandono de la hipótesis de la exogeneidad.

Además, como J es una variable endógena determinada por la interacción de las funciones LM y VV, influenciadas por las tasas de interés, la determinación de la renta nacional se habrá realizado sin suponer la neutralidad monetaria. La demanda de bienes de consumo (CO) a partir de una función independiente y el establecimiento de un supuesto entre productividad y tasa de salarios permitirá calcular la producción y el empleo; todo lo cual corresponderá a una situación de equilibrio general.

4. El Algoritmo del Equilibrio Dinámico.

Los acápites precedentes presentaron un modelo de equilibrio general estático y para pasar a otro de equilibrio dinámico además de hacer explícito las condiciones previas (ex - ante) y las posteriores (ex - post) se requiere considerar los conceptos de velocidad y aceleración; lo cual hace necesario utilizar ecuaciones diferenciales.

Desde el punto de vista metodológico convendrá interrelacionar los enfoques propios de la macroeconomía (condiciones para el equilibrio general) con los ajustes al proceso financiero considerando la incidencia de la distribución del ingreso en el crecimiento de los mercados; resultando imprescindible analizar:

(i) El desfase de las distintas variables en los ajustes del equilibrio general.

(ii) La incidencia de las restricciones de balance financiero en el proceso de capitalización y

(iii) La incidencia de la distribución del ingreso en las decisiones.

4.1. Fases del Equilibrio Dinámico.

Estableceremos como punto de partida para la definición del equilibrio dinámico la condición de nulidad de la suma algebraica de las diferencias existentes en el conjunto de mercado; es decir:

$$P\,(Yd - Ys)t + w(Ld - Ls)t + 1/r\,(Vd - Vs)t + 1/(1+ra)\,(CRd - CRs)t + (Md - Ms)t = 0$$

Al considerar que el período t tiende a 0, osea $t \rightarrow 0$ los mercados de flujo deben considerarse como nulos, reencontrando con los mercados de flujo la característica del preajuste financiero.

4.2. Las Restricciones Financieras.

Se trata de aprehender la objetivación de la visión de futuro que brindan las variables financieras, visión que nos descansa exclusivamente en la evaluación de los resultados

del pasado y en las expectativas relativas al futuro próximo, sino sobre todo en la voluntad de los actores en el presente para prefijar objetivos considerando las restricciones institucionales y las variaciones del entorno. Se trata de transformar las incertidumbres keynesianas en riesgo objetivizado en los mercados financieros.

4.3. La Incidencia de la Distribución de Ingreso.

Dado que en el modelo los ajustes en los mercados reales (bienes y fuerza de trabajo) se observan *"ex - post"* su influencia se hace sentir con retardos, o como condiciones objetivisables o deseables para las anticipaciones o escenarios de política. Estas serán promocionales o alternativamente inhibitivas.

4.4. La Vertiente Exógena.

Como síntesis de las consideraciones anteriores podemos decir que las características y condicionantes de lado de la oferta monetaria y financiera semejantes o comunes en todas las economías deben armonizarse con los condicionantes particulares del lado de la demanda dando configuración es especificas a los mercados de capitales y a los sistemas financieros.

Así no es resultado del azar que los sistemas financieros tengan elementos comunes que aparecen históricamente con relativa simultaneidad y elementos particulares y coyunturales del lado de la demanda que circunstancialmente se diferencian. Esto permite postular que, en la medida que consideremos la existencia de los procesos de integración los elementos diferenciales tiendan a minimizarse.

4.5. La Consideración Financiera Externa.

Tradicionalmente, se ha considerado el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos como ahorro externo, y en tal sentido sería una contribución al proceso de inversión. Pero la experiencia de los últimos años muestra que el pago de intereses podría superar el financiamiento externo; lo cual implica que una proporción del excedente interno debería destinarse a la cancelación de obligaciones con el exterior. Ésta vinculación hace que sea necesario considerar explícitamente el mercado de divisas como complementario del mercado monetario o mercado de la divisa nacional. Así es posible incluir en la ecuación del equilibrio general al mercado de divisas.

5. La Interacción Dinámica en el Equilibrio General: Solución en Secuencia.

Los acápites precedentes proporcionan elementos suficientes para construir un sistema simultáneo de ecuaciones con funciones dinámicas de comportamiento, restricciones institucionales de balance y condiciones de equilibrio, a más de la condición dinámica *"post ergo ante hoc"* y la renovación de las secuencias. Así el proceso de ajuste esta encuadrado entre dos instantes sucesivos (t) y (dt) y que los agentes consideran las condiciones para adoptar sus decisiones en el instante (t) buscando optimizar su posición en el instante (t + dt). Como dijimos los flujos de bienes y de trabajo necesariamente tienden a disminuir cuando (dt) tiende a cero.

Por su parte en las mismas condiciones el encaje de dinero y de títulos (portafolio de los agentes) soporta un ajuste instantáneo respetando las restricciones de balance. En estas condiciones, como ya dijimos el equilibrio depende

de la conducta de los agentes en los mercados de stock como resultado de la condición *"ex - ante"* o lo que es lo mismo en el instante (t); es decir, según los condicionantes objetivos expresados en las tasas de rendimiento financiero. Esto es lo que hemos llamado antes preajuste financiero.

Al respecto hay que resaltar que de acuerdo a la hipótesis especular entre el mercado de dinero y el de divisas, la secuencia de ajustes en situación de mercado libre de divisas será ajuste en el mercado de divisas, y títulos bolsísticos y bancarios. En los mercados reales, el ajuste anterior se reflejará primero en los precios de los bienes y finalmente en los salarios. Al igual que en le modelo estático la sumatoria de las restricciones presupuestarias de los agentes ordenadas por mercado dará lugar a las funciones LM, VV e IS; siendo esta última redundante al determinar la interacción entre LM y VV la inversión reproductiva J.

En síntesis, al suponer exógenos, el volumen de bonos del tesoro, el resultado del intercambio con el exterior (supuesto idéntico a la base exógena BE), el autofinanciamiento de las empresas (AF) y los rendimientos de los tres mercados financieros: activos bancarios, activos no monetarios y pasivos monetarios, podremos hallar los valores de las variables endógenas con una solución en secuencia.

Se podrá entonces escribir:

5.1. Activos y Pasivos Bancarios.

$$DP_s = DP_s\ [\overset{+}{rd},\ \overset{+}{Y}\ (t-1)] \qquad [1]$$

Dado:

$$CRs = CRs\ [\overset{+}{ra},\ \overset{-}{rf},\ \overset{+}{DP}\ (-1)] \qquad [2]$$

Se tendrá:

$$CRId = CRI\ [\overset{+}{ra} - q] \qquad [3]$$

$$CR = CRI\ (3) + \beta BT \qquad [4]$$

$$\beta BT = CR\ (2) - CRI\ (3) \qquad [5]$$

$$\alpha BT = \overset{-}{BT} - \beta BT \qquad [6]$$

5.2. Activos no Monetarios.

$$BFd = BF\ [\overset{-}{ra},\ \overset{+}{q},\ \overset{+}{Y}] \qquad [7]$$

Dado:

$$BFd = Vs + \alpha BT \qquad [8]$$

$$AFd = AF\ [\overset{+}{q},\ \overset{-}{ra},\ \overset{-}{CRI}\ (3)] \qquad [9]$$

$$J = AF + Vs + CRI \qquad [10]$$

$$Vs = BFd\ (8) - \alpha BT\ (6) \qquad [11]$$

$$J = AF\ (9) + Vs\ (11) + CRI\ (3) \qquad [12]$$

5.3. Pasivos Monetarios.

$$RFd = RF\ [\overset{-}{rf},\ \overset{+}{CR}\ (2)] \qquad [13]$$

Dados:

$$BMPd = BMP\ [\overset{-}{rd},\ \overset{+}{Y}\ (-1)] \qquad [14]$$

$$BMA = BE + RF\ (13) \qquad [15]$$

Se tendrá:

$$BMB = BMA\ (15) - BMP\ (14) \qquad [16]$$

Con los resultados del preajuste financiero podemos, igualmente en secuencia, determinar los resultados de los mercados reales.

5.4. Mercado de Bienes.

$$Cd = C\ [\overset{+}{W}\ (-1),\ \overset{-}{ra},\ \overset{+}{C},\ (-1) \qquad [17]$$

Dado:

$$C + J + BT + X - M \qquad [18]$$

$$Md = M\ [Y\ (-1)] \qquad [19]$$

Se tendrá:

$$Y = C\ (17) + J\ (12) + BT + X - M\ (18) \qquad [20]$$

5.5. Distribución del Ingreso.

$$Bd = B\ [\overset{+}{C}\ (-1),\ \overset{+}{q}] \qquad [21]$$

Dados:

$$TIN = TIN\ [\overset{+}{C}\ (-1),\ \overset{+}{M}\ (-1)] \qquad [22]$$

$$DEP = DEP\ [\overset{+}{Y}\ (-1),\ \overset{+}{ra}] \qquad [23]$$

$$W + B\ (21) + TIN\ (22) + DEP\ (23) = Y \qquad [24]$$

Se tendrá:

$$W = Y\ (20) + B\ (21) - TIN\ (22) - DEP\ (23) \qquad [25]$$

6. Determinación de las Pendientes de IS, LM y VV.

Las pendientes se obtienen tomando la diferencia total de las ecuaciones suponiendo las variables exógenas constantes. Así al colocarnos en el plano (Y,r), las pendientes serán: $\frac{\delta r}{\delta Y}$.

6.1 IS: $Y = C + I + G$

a) $C = C(Y) = c(Y - \bar{T}) + Co$

$$\frac{\delta C}{\delta Y} = c \quad \text{con} \quad 0 \prec c \leq 1$$

b) $I = I(r) = -i'r * r + Io$

$$\frac{\delta I}{\delta r} = -i'r \leq 0$$

$$Y = c(Y - \bar{T}) + Co + Io - i'r * r + Go$$

$$Y = cY - c\bar{T} + Co + Io - i'r * r + Go$$

$$i'r * r = (c-1)Y - c\bar{T} + Co + Io + Go$$

$$\Rightarrow r = \frac{(c-1)}{i'r}Y + \frac{Co + Io + Go - c\bar{T}}{i'r}$$

$$\frac{\delta r}{\delta Y} = \frac{(c-1)}{i'r} \leq 0 \Rightarrow \text{La curva IS tiene pendiente negativa.}$$

6.2 LM: $M^s = M^d$

$$M^d = M^t + M^e$$

$$M^t = M^t(Y) = m'y\,Y$$

$$M^e = M^e(r) = -m'r^*r$$

$$M^s = M^d = m'y\,Y - m'r^*r \quad \text{con} \quad 0 \prec m'r \text{ y } 0 \prec m'y$$

$$m'r^*r = m'y\,Y - M^s$$

$$r = \frac{m'y}{m'r}Y - \frac{Ms}{m'r}$$

$$\frac{\delta r}{\delta Y} = \frac{m'y}{m'r} \geq 0 \Rightarrow$$ La curva LM tiene pendiente positiva.

6.3 VV: $V^s = V^d$

$$V^d = V^d(Y,r)$$

$$V^s = V^d = v'yY + v'r^*r \text{ con } 0 \prec v'y \text{ y } 0 \prec v'r$$

$$v'r^*r = -v'yY + V^s$$

$$r = \frac{-v'y}{v'r}Y + \frac{V^s}{v'r}$$

$$\frac{\delta r}{\delta Y} = \frac{-v'y}{v'r} \leq 0 \Rightarrow$$ La curva VV tiene pendiente negativa.

7. Determinación de las Tasas de Crecimiento.

Para determinar las tasas de crecimiento de la renta, del crédito, de la oferta monetaria, de la tenencia de títulos y de la liquidez, se debe considerar la condición de igualdad de oferta y demanda de los mercados respectivos.

7.1. Mercado de Bienes.

$$Y = C + J + G$$
$$J = \hat{J}$$
$$g = \hat{G}$$
$$t = pY$$
$$Y = [cY - cT] + J + G - pY$$
$$Y = [cY - pY] + J + G - cT$$
$$Y [1 - c - p] = J + G - cT$$
$$Y = -cT/(1 - c - p) + (J+ G)/(1 - c - p)$$

Diferenciando:

$$dY/dt = d/dt\ (-c\ dT/1- c - p\ dt) + d/dt(c/1 - c - p)\ (dj/dg) + (dG/dT)$$

7.2. Mercado Monetario.

$$dBMA/dT$$

$$BMP = BMP + BMB$$

$$BMP = BMP\ (\bar{rd}, Y)$$

Diferenciando:

$$dBMA/dt = dBMP/dt + dDBM/dt$$

$$dBMP/dt = dBMP/\bar{drd}\ (\bar{dRD}/dY) + dBMo/dY\ (dY/dt)$$

Si $BMP = \alpha rd + \beta Y$

$$dBMP/drd = \alpha;\ \beta\ dY/dt = \beta$$

$$dBMB/dt = \alpha drd/dt + \beta\ dy/dt \qquad [1]$$

$$dBMB/dt = dBMB/\ drf\ (\bar{drf}/dt) + dBMB/drd\ (drd/dt) + dBMB/dBT\ (dBT/dt)$$

Conocido constante: $\rightarrow 0$

Si $BMB = RF + \mu rd + \lambda BT$

$$dBMB/dt = -X dBMP/drd = \mu$$

$$dBMB/dt = -X\, drf/dt + \mu\, drd/dt \quad [2]$$

Sumando [1] y [2] se tendrá:

$$dBMB/dt = (\mu - \alpha)\, drd/dt - X\, drf/dt + \beta\, dY/dt$$

7.3. Mercado de Títulos.

$$dCR/dt,\ dj/dt,\ dBF/dY,\ dBMP/dt$$

$$J = CR + \bar{BF} + \bar{AF} - BT - BMP$$

$$CR\ (\bar{ra}, \bar{q})\ ;\ BF\ (\bar{q}, rd)$$

$$BT = BT$$
$$AF = AF$$

$$BMP = \bar{(rd, Y)}$$

$$dj/dt = dCR/dt + dBF/dt + (d\, AF/dt) - (d\, BT/dt)$$

$$dCR/dt = dCR/d\, ra\ (d\, \bar{ra}/d\, \bar{q})\ (dq/dt).$$

7.4. Mercado de Dinero.

$$dBF/dt = dBF/dq\ (\bar{dq}/dt) + dBMF/drd\ (\bar{drd}/dt)$$

$$dBMP/dt = dBMP/\bar{drd}\ (dr/dt) + dBMP/dY\ (dY/dt)$$

Capítulo IX

El Carácter Preventivo de la Política Financiera

"...Os economistas (e lamentablemente a própria sociedade) estão enganados por uma espécie de ideología em que a especulação financeira é soberana. O câmbio, principalmente, é instrumento dessa especulação financeira. Não é mais o instrumento do sistema produtivo. Na medida em que o Banco Central transformou o câmbio num instrumento de especulação finaceira e esqueceu o sistema produtivo, ele construiu as condições para estagnação econômica..."

Delfin Netto

1. Introducción: Entronización de la Economía Especulativa.

Como se deduce de los capítulos precedentes, en las economías contemporáneas la esfera monetaria interactúa con la esfera real por medio de la tasa de interés y del tipo de cambio, haciendo que la oferta de dinero responda a su demanda sobre la base de anticipaciones. Así, a nivel nacional y al internacional, la gestión política eficiente consiste en influir sobre el comportamiento de los demandantes y no sobre la cantidad de los medios de pagos a ofrecer, habida cuenta de la perfecta o cuasi perfecta sustituibilidad entre ellos. Encontramos así que las políticas crediticia y cambiaria constituyen el corazón de la política financiera.

Estas vinculaciones, gestadas durante el desenvolvimiento del capitalismo, eran evidentes al término de la II Guerra Mundial, pues para la reconstrucción del comercio se requería asegurar la convertibilidad entre las diferentes monedas, tal como el símbolo monetario nacional asegura, al interior de un país, la convertibilidad de las transacciones financieras. En opinión de Keynes, ello se conseguiría si se establecía un sistema multilateral sobre la base de una unidad de cuenta *"el bancor"* y de una central de compensación, la *"International Clearing Unión"*, en donde los déficit de algunos países se financiarían con los superávit de otros. Los acuerdos de Bretton Woods, en contra de lo propuesto por Keynes, mantuvieron la bilateralidad como rasgo característico de la convertibilidad monetaria; por ello, a los fines del ajuste internacional, se tomó como unidad de cuenta al dólar de los Estados Unidos y cada país se obligó a definir su paridad en términos del dólar, definido éste en términos de oro. La defensa de la paridad fija se haría entonces interviniendo un mercado único: la moneda nacional vis a vis el dólar estadounidense.

Dicho acuerdo y las circunstancias políticas al término de la II Guerra Mundial convirtieron a la economía norteamericana en banco mundial por intermedio de su comercio internacional. A la larga, en contra de las restricciones legales del Acuerdo, las circunstancias políticas coadyuvaron a crear un sistema internacional de financiamiento privado -eurodólares- que acabaría con lo pactado en 1945. Por ello, ante el volumen de dólares fuera de los Estados Unidos, el gobierno convino en 1971 en eliminar las paridades fijas frente al dólar. Desde entonces la flexibilización monetaria y la libre circulación de los capitales hacen que las variaciones de los tipos de cambio y de las cotiza-

ciones de los diversos valores en los distintos países estén estrechamente interrelacionados y ejerzan una tremenda influencia en las economías nacionales; lo cual se ha convenido en llamar *"hegemonía financiera"*.

Tal como postula la Teoría del *"Preajuste Financiero"*, el capital financiero busca la rentabilidad máxima en el corto plazo, minimizando riesgos, por lo cual, la flexibilización cambiaria y la libertad de movimientos de los capitales, al presionar el alza de la tasa de interés han estimulado un lento crecimiento en la economía real, posibilitado el estallido de burbujas financieras, el incremento de la inflación, del desempleo y de la fragilidad de las instituciones financieras, principalmente dentro del contexto nacional.

Al respecto cabe señalar que la UNCTAD, en sus informes desde 1990 al presente, ha señalado que los criterios usuales para la actuación política, siguiendo la óptica ortodoxa, parten de la autocorrección de los mercados y que las crisis se originarían en políticas nacionales desacertadas, descuidando los elementos de carácter sistémico – universal del ámbito financiero. Al considerar esto último se infiere que la búsqueda de soluciones, como preconizaba Keynes, requiere un tratamiento multinacional; producto de concesiones mutuas entre los diversos Estados para manejar una creciente interdependencia. Dentro de este proceso el ejemplo más relevante es el de la Comunidad Europea que se propuso poner en vigencia en el año 2000 una nueva moneda de carácter internacional y un banco coordinador basado en la multilateralidad, los cuales concurren con el dólar y con el Federal Reserve Bank de los Estados Unidos de América, disputándole el centro de las finanzas internacionales.

En ese entorno *¿Cuál sistema cambiario deben adoptar los países en vías de desarrollo para lograr los objetivos básicos de crecimiento económico y baja inflación?*

Las respuestas a estas interrogantes han estado en el debate económico por años y con el transcurso del tiempo se han incrementado las opciones: cambio fijo, substitución monetaria, cambio flexible y moneda única para varios países, sin que todavía se encuentre un consenso suficiente alrededor de alguna de ellas. Por ello el objeto del presente capitulo es mostrar que el balance de las experiencias, es cónsono con la visión teórica del *"Preajuste Financiero"* y con sus alcances políticos para instaurar una política financiera preventiva y enfrentar un futuro de creciente interdependencia.

Pasaremos entonces revista a los acontecimientos del siglo XX, en particular los referentes a los Estados Unidos, Europa, Japón, Sudeste Asiático y América Latina; incluyendo así una muestra con países desarrollados y en vías de desarrollo, para presentar un conjunto de conclusiones generales. El análisis en cuestión centrará la atención en las interrelaciones entre la tasa de cambio, la tasa de interés y su influencia sobre el desenvolvimiento y el crecimiento económico, desde la óptica del *"Preajuste Financiero"*.

2. Los Eventos en los Estados Unidos de América.

Después de la Primera Guerra Mundial, a nivel universal se experimentó un auge económico, que iniciado en los Estados Unidos de América, amortiguadamente se extendió hacia el resto del mundo, vía el incremento de su comercio internacional. Al tiempo que crecía la producción, se desarrollan las actividades bursátiles mediante la creación de em-

presas con propósitos especulativos: simples tenedoras de acciones (holdings).[1] El mecanismo incluyó la concesión de créditos a los corredores y a terceros. Los corredores, debían pagar intereses entre el 5% y el 7%, y los créditos a terceros, se realizaban con tasas entre el 10% y el 12%; sobre la base de la garantía de las acciones traspasadas. El aumento de valor de los títulos debía permitir cancelar los costos de las dos etapas de intermediación. A éste práctica su sumó la de pagar dividendos bajo la forma de nuevas acciones; por lo cual el mercado de valores creció sin respaldo en la inversión reproductiva. La cotización de las acciones se sobre valoró en un lapso de ocho años consecutivos de ganancia.

Cuando el 18 de octubre de 1929 se hace del conocimiento público que los préstamos a los corredores ascendían a siete mil millones de dólares, se suscitaron ventas de títulos por cerca de trece mil millones nominales. La creciente oferta provocó caídas en las cotizaciones, que no pudieron ser represadas por las compras de los bancos. El cierre simultáneo de empresas productivas y de bancos causó una caída sustancial de la producción norteamericana y disminuyó las importaciones, iniciando un proceso depresivo que se transmitió o al resto del mundo, y que se prolongaría hasta el estallido de la II Guerra Mundial en 1939.[2]

---

1 La base productiva y la innovación tecnológica se concentró en las empresas de automóviles y de electrodomésticos (General Electric y General Motors, entre las principales.

2 Durante los primeros 8 meses de 1929 el índice Dow Jones aumenta a 50% y los créditos más que se duplicaron, pasando la tasa de interés del 5% al 20%. En octubre, en tres semanas, el Dow Jones pasará de 327 a 199 y los títulos de las sociedades financieras fueron invendibles. La formación bruta de capital de 16 millardos de dólares pasa a 10 en 1930, para situarse debajo del millón en 1931 y 1932. En marzo de 1933 el presidente norteamericano ordena el cierre de todos los bancos ante el drenaje de los depósitos bancarios para comprar oro (Wigmore 1987). La crisis de la banca americana se traslada a Inglaterra provocando la devaluación de la libra esterlina. En 1934 el gobierno americano devalúo el dólar de 20,6 dólares la onza a 35 dólares y en 1935 se dota de poderes al Federal Reserve Board para ade-

El efecto dinamizador de la II Guerra en la producción, -concluida en 1945- declinará hacia 1970.[3] Debiendo el gobierno norteamericano suspender el Acuerdo de Bretton Woods, ante la imposibilidad de mantener las reservas de oro visto el crecimiento del déficit comercial. No obstante, la economía norteamericana se beneficiará de mantener al dólar como la divisa referencial.[4] El manejo de su tasa de interés guiará entonces el ritmo de crecimiento en movimientos opuestos. Cuando esta se reduzca a partir de 1984, pasada la manía monetarista (1979-1982) se reiniciará un crecimiento moderado auxiliado por los acuerdos de 1989, pues el gobierno norteamericano convence a los de Francia, de Alemania, del Reino Unido y de Japón a revalorizar sus monedas frente al dólar. El resultado fue una recuperación de la rentabilidad de las empresas norteamericanas, por lo cual el BRF mantuvo bajas las tasas de interés y los capitales extranjeros fueron traídos vía la bolsa de valores, a pesar del los déficit comerciales norteamericanos.

Para el año 1999, el estancamiento relativo en Europa y Japón, mantienen la fuga de capitales hacia los Estados Unidos, llegándose al extremo de una revalorización del dólar frente al euro y al yen. En el año 2001, los capitales extranjeros financiaban también la deuda pública norteamericana (US$ 2,3 trillones, o sea un 35% más que

---

lantar una política crediticia mediante el manejo de la tasa de interés. En 1965 el flujo de las empresas señalaba un endeudamiento de 0,65 que llega a 0,95 en 1969. Después ocurrirá la desvinculación del dólar.

3 Puede mencionarse como elementos coadyuvantes del freno al crecimiento el alza de la tasa de interés y el incremento del precio del petróleo. La innovación tecnológica estuvo constituida por los productos electrónicos.

4 En contra de la propuesta mayoritaria de los miembros del FMI para substituir al dólar con una cesta de monedas como patrón internacional (derechos especiales de giro) el Presidente del BRF, Paul Volker en 1979, abandona las conversaciones y proclamó su intención de mantener la hegemonía del dólar. Para ello subió directamente la tasa de interés para atraer capitales aún a costa de una recesión.

la deuda total del tercer mundo) y los activos en manos de extranjeros se estimulaban en US$ 9,4 trillones. El predominio de lo financiero sobre la economía real a la larga se ha hizo insostenible y los altos rendimientos de la *"nueva economía"* (dos dígitos), descendieron y el dólar, al presente (2003) se desvaloriza frente al euro.

Ante el avance de la integración europea y el fortalecimiento del euro, el gobierno de USA impulsó sus exportaciones mediante el Acuerdo Comercial del Norte de América (NAFTA), vía que trata de utilizarla también con Sur América (ALCA), al tiempo que, para mantener la inversión y el consumo interno, reduce la tasa de interés y no parece preocuparse mucho por la suave depreciación del dólar.[5] Recientemente, (julio 2003) Alan Greenspan señaló que estaría dispuesto a llevar la tasa de interés al nivel de nulidad.

Podríamos entonces apreciar que Estados Unidos está en una fase post – eufórica, o pre – recesiva, con una tasa de interés tan baja que ha reducido el margen para las maniobras crediticias. Por ello, el gobierno centra su preocupación en el incremento de las exportaciones.

3. Japón y los Países del Sudeste Asiático.

Después de la segunda guerra mundial el Japón estableció entre su banca y el sector productivo una relación semejante a la de socios; pues los primeros se comprometieron a asistir a los segundos, a bajo costo, independiente-

5 En mayo de 2003, John Snow, Secretario del Tesoro, declaró que el gobierno no evitaría que el dólar cayera frente a otras divisas. Los comentarios de los analistas pesimistas indicaron temores por la desvalorización de los activos accionarios, a corto plazo, y merma de las entradas de capitales; mientras que los optimistas señalaron que a la larga las exportaciones deberían crecer, asegurando retornos favorables para los títulos, y con ello entrada de capitales foráneos.

mente del monto requerido; debiendo solventarse los compromisos con el resultado de las exportaciones. Así, una baja en éste renglón comprometería la liquidez y la solvencia de la banca nipona.

En el transcurso de los años 70 y 80[6] los bancos japoneses también prestaron a bajas tasas de interés a los bancos de los Tigres (Corea del sur, Hong Kong, Taiwan y Singapur) y de los Dragones asiáticos, (Tailandia, Indonesia, Malasia y Filipinas) los cuales, con ganancia relativa, otorgaron sus propios créditos a las empresas locales (exportadoras y constructoras), amparados tras crecientes exportaciones, principalmente al mercado norteamericano. Ello permitió recibir inversiones extranjeras en aproximadamente la mitad del total dirigido a los países en desarrollo. Además las facilidades crediticias compensaban los déficit de cuenta corriente.

El alza de la tasa de interés en Japón al comienzo de los años 90, ante la reducción de la tasa de crecimiento de sus exportaciones -relacionado con la aparición de China en el mercado internacional- repercutió en los socios del sudeste asiático;[7] pues los bancos intentaron recuperar sus ganancias y créditos y los inversionistas financieros conservar sus capitales (liquidándolos) en momentos en que las crecientes exportaciones de China frenaban el crecimiento de las del sudeste asiático.

---

6 Para finales de 1989, el índice Nikkei de Tokio logró un cierre record de 38.816 puntos lo cual representa un incremento del 492% en una década. El cierre de 1999 señaló 18.934 puntos menos de la mitad del record. Antes de que se produjera el desplome algunos bancos estaban incómodos con la altísima valoración de las empresas locales; así decidieron reducir su exposición a ellos. Los títulos comenzaron a caer y llegó a finales de 1990 a 14.390 puntos. En octubre de 1998 el índice cerró en 12.880 puntos.

7 Córdova (1999:300) señala la influencia de las restricciones del comercio asiático impuesto por la Administración de Clinton, para favorecer a China y a México.

En efecto, el proceso incubó *"una fragilidad financiera"* que se manifestó cuando las exportaciones se estancaron y las tasas de interés se elevaron, causando dificultades a los bancos locales para mantener su solvencia y liquidez. Al recibir la banca préstamos en divisas fuertes, para colocar a su vez en operaciones crediticias en moneda local, e interrumpirse la secuencia de pagos,[8] la crisis bancaria se transformo o se complico con una crisis cambiaria.

El triple efecto de caída de los valores bursátiles, el alza de las tasas de interés y la disminución de la oferta de divisas, afectó al alza los tipos de cambio, último hito de la crisis (1997-1999), sin que hayan tenido efecto positivo la reducción ulterior de la tasa de interés y el equilibrio fiscal; asociado esto último a la depreciación del dólar estadounidense, lo cual desfavorece la expansión de las exportaciones.[9] Por último, son conocidas las conversaciones preliminares entre Japón, China y la Asociación de Naciones del Sudeste Asiático (ASEAN) integrada por Vietnam, Laos, Myanmar, Camboya, Tailandia, Malasia, Singapur, Brunei y Filipinas, para integrar un área de libre comercio. Ello beneficiaría al comercio in-

---

8 En efecto, para 1997 la estimación del % de crédito que no podía recuperarse era de 85% en Indonesia, 45% Corea, 40% en Malasia, 50%, en Tailandia. En términos absolutos la suma involucrada alcanza a medio billón de dólares (Soros 1998:175) sobre pasando el billón si se incluye a China, con un rango de créditos incobrables entre 25% y 30%.

9 Cabe señalar una semejanza entre al crack de 1929 en USA y el de 1998 en el sudeste Asiático, por la ausencia de ayuda de algún prestamista de *"última instancia"*. La intervención a posteriori del FMI obedeció a la necesidad de salvaguardar las acreencias que los bancos norteamericanos y europeos tenían en el sudeste asiático. A la crisis rusa de 1999 se le aplicó tratamiento similar. El Brasil, en 1999 con asistencia menor del FMI tuvo que recurrir a una devaluación, violentando los compromisos de comercio contraídos con la Argentina. Ésta última tuvo que recurrir al FMI, al disminuir sus exportaciones al Brasil. Mientras en México (1994) la crisis fue el resultado de un exceso de refinanciamiento del Banco de México, ante la excesiva deuda del gobierno. En Asia, la crisis se relaciona con un manejo financiero imprudente o ineficiente de los riesgos. Todo ello en un marco de interacción de personalidades del gobierno con las actividades productivas.

terregional y convertiría al este de Asía en un polo económico concurrente frente a Norteamérica y Europa.

4. La Experiencia Europea y la Consolidación del Euro.

De acuerdo con Griffths y Mc'Donald (1994) los países de la Europa continental han tenido preferencia por tasas estables de cambio desde larga data. Los traumas de la competencia comercial en el período de las interguerras mundiales, con devaluaciones, proteccionismo e inflación, constituyen algunos elementos explicativos de esa preferencia, mientras que las fluctuaciones excesivas de los tipos de cambios han sido vistas como un impedimento para el proceso de integración. En 1962 la comisión de las comunidades europeas propuso fases y lapsos para alcanzar una unión monetaria. El derrumbamiento previsible de los Acuerdos de Bretton Woods, hizo que en la Conferencia Cumbre de la Haya (1969) se abogara por la creación de la unión monetaria y el Informe Werner (1970) propuso tres fases para alcanzarlo.

Ante las incomodidades surgidas del margen de fluctuaciones sobre el dólar, permitido por el Acuerdo de Washington (Smithsonian Agreement 1971). En 1972 se adoptarán márgenes de ajustes entre los países europeos *"la serpiente"* que se situaron a la mitad de lo acordado en Washington. Muy pronto el franco francés, la lira, la libra esterlina y la irlandesa, se separaron del acuerdo, el cual quedó reducido a la zona de influencia del marco alemán: Benelux y los países nórdicos.

En 1979 un nuevo acuerdo entre Francia y Alemania permitió crear el Sistema Monetario Europeo cuya referencia

fue una unidad de cuenta, el ECU, a partir del cual se establecieron cambios bilaterales con márgenes de flotación del 2,25%. Bajo dicho sistema si alguna moneda se acercaba al límite con relación a otra, los respectivos bancos centrales intervendrían. Como la estabilidad estuvo asociada a la baja inflación de Alemania, a la larga el marco se convirtió en la divisa guía, mientras la discusión política establecía los patrones de conducta.

Así, en los años 80 se practica en Europa, una política de carácter monetarista tomando como referencia la evolución de M_3 – agregado de liquidez y de depósitos remunerados. En la práctica, la banca central intervenía en el mercado de capitales a corto plazo elevando la tasa de interés.[10]

En 1989, en Madrid, se adoptaron las recomendaciones del informe Werner (1970) y con el tratado el de Maastricht (1992) se definió una estrategia para avanzar hacia la unión monetaria europea. Dicha estrategia establecía la convergencia de los diversos países en tasa de inflación, en el nivel del déficit fiscal, y en el nivel de las tasas de interés, lo cual reflejó la preponderante influencia de Alemania en los aspectos monetarios y su preocupación por bajos niveles inflacionarios.[11]

Con posterioridad, se observó que los nuevos productos de la banca comercial habían esfumado los límites entre liquidez y ahorro, por lo cual no se podía tener como referente ningún agregado. Por ello, la banca central alemana, la más monetarista, ante la amenaza de recesión, aceptó bajar la

---

10 Se estimaba que la demanda de dinero se explicaba por una ecuación del tipo: $(M/P)d = \Phi [Y, r (rd - P*)*$

11 La Bundesbank justificaba la política restrictiva (intereses elevados) como elemento de la lucha contra la inflación provocada por la reunificación del país al haberse igualado las monedas del *"este"* deprimido y el *"oeste"* expansivo volcando un poder de compra no sustentado en producción.

tasa de interés. También la necesidad de ampliar el mercado común y de establecer la moneda única hizo *"suavizar"* los parámetros de la estrategia de Maastricht. Al respecto, cabe señalar, finalmente, que el criterio adoptado presume que la aceptación de cambios institucionales como la creación de un banco central que dificulta el financiamiento de déficit fiscales, serviría mejor a los propósitos de alcanzar niveles más bajos de inflación, que la opción de *"esperar"* que los niveles deseables de inflación se alcanzasen previamente.

Debemos entonces entender que la ampliación reciente de la Unión Europea, con los estados aspirantes del *"este"*, cae dentro de la estrategia de aumentar el intercambio interior, ante las restricçiones eventuales de las exportaciones a las áreas de influencia del dólar.

5. La Persistente Crisis Latinoamericana.

Un cuadro de referencia común muestra, en el ámbito real, una proporción significativa del excedente económico asociado a exportaciones provenientes del sector primario y sensible a las variaciones exógenas de precios. El sector secundario aparece estrecho y poco exportador, en comparación con USA, Europa y Japón, pesar del esfuerzo hecho para adelantar un proceso de sustitución de importaciones. En el sector terciario abunda el subempleo. En estas economías el proceso de intercambio intraregional contiene rubros semiindustrializados y productos manufacturados, aunque todavía en volúmenes modestos.

Los aspectos del ángulo financiero, muestran mercados de capitales estrechos (muy pocas empresas cotizan en la bol-

sa de valores) sistema bancarios frágiles y modestos[12] (por ejemplo la banca venezolana no podría financiar por si sola a las empresas petroleras del país) y por último, todos poseen una deuda externa cuyo servicio compromete la estabilidad de las reservas internacionales y el equilibrio fiscal; siendo insuficiente la entrada de capitales, como inversión, para corregir la situación de precariedad cambiaria

Desde el ángulo institucional, al término de la II Guerra Mundial, se sigue la tendencia de reorganizarse para instaurar políticas según el paradigma del Estado de Bienestar. Pero en los últimos años el deterioro de los precios internacionales de las exportaciones tradicionales hizo insuficientes los recursos del Estado para atender simultáneamente a la deuda externa y a los programas de bienestar social, provocando tensiones fiscales con repercusiones cambiarias.

En los años 80, bajo la idea de que los trastornos eran coyunturales, la política de restricción de demanda, surgida de las negociaciones con FMI, para obtener asistencia puntual, incluyó el incremento de los impuestos indirectos y el desmantelamiento de las instituciones de bienestar social. Así disminuyo el papel redistribuidor del Estado y se estableció una presión tributaria que alcanzó a los más pobres. Al elevar la tasa de interés, y reducir la intermediación financiera, a pesar de traspasar bienes estatales a manos extranjeras (pri-

12 A partir de la segunda mitad de los años setenta se emprendieron procesos de liberación financiera (reducción de la intervención estatal en el ámbito financiero de acuerdo a las recomendaciones de Mc' Kinnon y Shaw) en algunos países del Cono Sur, que se generalizaron en el resto de América latina en los años ochenta. Un primer efecto básico fue que la banca comenzó a pagar por depósitos a corto plazo (fondo que antes estaban a la vista) lo cual significó incremento de costos en la captación, con la consecuente presión alcista de la tasa de interés. Un segundo efecto fue que ante el atractivo ejercido por el desarrollo del crédito al consumo y del financiamiento de grupos empresariales relacionados, se redujo la calidad del crédito y se disminuyó la capacidad para otorgar créditos a mediano plazo. Ambos efectos (alza de la tasa de interés y baja calidad del crédito) abrió la puerta a crisis de liquidez y de solvencia, como bien advirtiera Díaz Alejandro en fecha tan temprana como 1985.

vatizaciones) y de flexibilizar el salario, no se logró dominar la tensión fiscal, la inflación y aumentar el empleo, sino disminuir la inversión reproductiva; salvo en los casos de Perú y Bolivia que al inicio de los años 90 introducen como cambio significativo en la esfera financiera, la posibilidad de aceptar depósitos y prestar en divisas con tasas cercanas a los niveles internacionales. La combinación de flotación con el uso interno de las divisas internacionales (bimonetarismo) permitió el descenso de la tasa de interés y del tipo de cambio.

Ello contrasta con la decepcionante experiencia de Colombia, Venezuela y Brasil, que al aplicar políticas ortodoxas no permitieron la reducción de la tasa de interés; siendo de notar que el control momentáneo de la inflación se hizo a costa de un incremento de desempleo. En los presentes momentos (junio 2003) la economía brasileña ha comenzado a detener su crecimiento, y visto aumentar al 20% el desempleo abierto. El mantener la tasa de interés sobre el 26% se ha justificado como atractivo para los capitales golondrinas. Pero la suave valorización de la moneda ha empezado a afectar las exportaciones, contrariando un propósito declarado del nuevo régimen.

En síntesis, las políticas restrictivas de demanda generaron dificultades para generar la recuperación económica y los recursos fiscales destinados a adquirir las divisas para cumplir con las obligaciones de la deuda iniciándose con éxito una nueva clase de ajustes que incluye el uso interno de monedas internacionales, y la reducción de la tasa de interés, asociada a algún grado de dolarización de la economía y a la participación en procesos integracionistas. Una circunstancia a vigilar, es la depreciación del dólar estadounidense

que disminuye los valores de retorno de las exportaciones y restringe las importaciones desde terceros países.

6. Una Visión de los Factores de Cambio.

Hoy, cuando predomina la privatización de los medios de pago y la problemática financiera internacional se extiende más allá del endeudamiento de los países en desarrollo, la gestión cambiaria depende de dos tipos de redes 1° el de las autoridades monetarias oficiales (bancos centrales y FMI) y 2° la de los bancos comerciales internacionalizados. El primer conjunto busca controlar las fluctuaciones de la tasa de cambio y asistir moderadamente en casos de déficit de la balanza de pagos. El segundo tiene a su cargo orientar el destino de los flujos de crédito y de capitales, siguiendo una estrategia de máximo beneficio, influyendo decisivamente en el nivel de las tasas de interés r*, en el crecimiento de los volúmenes crediticios y de las *"inversiones"* de cartera.

Al respecto, cabe destacar que hacer que las salidas por pagos de dividendos se mueven al compás de la coyuntura; mientras que los intereses de los créditos deben ser satisfechos aun cuando exista una situación recesiva. Así el crédito internacional puede ser una carga y ante esa eventualidad las autoridades internacionales no pueden hacer más que jugar el rol de observadores o peor aún el de *"guardianes"* que privilegian el cumplimiento de los acuerdos a favor de los bancos internacionales pues no pueden aceptar transmitir la crisis a las economías sedes de la gran banca.

En algún momento, los líderes económicos de Norteamérica advirtieron que la casi expoliación de la banca privada a las economías endeudadas perjudicaba a los Estados Unidos por la reducción de las exportaciones americanas a dichos

países. De allí, iniciativas como las del Secretario Brady de efectuar traspaso de la deuda privada a las instituciones multilaterales, con rebajas sustantivas, (opción que se inicio con México en la crisis de 1988) Esta experiencia, repetida en las crisis financieras de Rusia y de los países asiáticos, introducen una modificación en la política del FMI, que lo acerca a la concepción de *"banco de última instancia"*.

Pero la *"urgencia"*, como razón para tomar tales medidas, no permite suponer un cambio inmediato de los criterios básicos que condicionan la conducta del FMI. Queda abierta entonces una brecha que parcialmente podría ser cubierta por el sistema financiero europeo; pues lo menos lo que cabría esperar de la aparición de una divisa internacional concurrente con el dólar es que sirva para diversificar las reservas internacionales, y ello no solo por razones económicas (acceso a un importante mercado de capitales) sino por razones políticas. El conjunto de ambos elementos podría derivar, a la larga, en la reducción de la tasa de interés al ampliarse la oferta desde el lado del mercado internacional.[13] Al respecto cabe finalmente destacar que la noción de soberanía monetaria con la globalización cambió de contenido por las razones siguientes:

a) Los flujos financieros no solo sobrepasan los intercambios reales sino que son varias veces los montos de las reservas de los bancos centrales de las economías pequeñas, por lo cual la acción correctiva no puede hacerse sobre el plan cuantitativo, como los llamados *"controles de cambio"*.

13 Existe una tendencia al alza interna de r, porque los bancos, transformados en gestores de portafolio, corren más riesgos. De allí la existencia de variadas razones para oscilaciones con varianza crecientes para las tasas de interés.

b) La reducción de la volatilidad cambiaria, tampoco puede hacerse a costa de instaurar una política crediticia restrictiva, y.

c) Ante la relativa impotencia de las autoridades nacionales en tiempo de crisis, la acción correctiva requiere ser multilateral (internacional); lo cual se obliga a una redefinición colectiva de las relaciones o indicadores, como los efectuados dentro del área realizada por el Banca Internacional de Compensación de Pagos (Basilea).

De allí que, lo más interesante de la experiencia europea es la comprensión, a nivel político, de la necesidad de reducir la volatilidad cambiaria asumiendo el reto que significa coordinar las políticas crediticia y fiscal.

7. Conclusiones Relativas a la Política Financiera para el Crecimiento.

¿Cuál política monetaria y cambiaria debe ponerse en práctica para lograr minimizar el desempleo y la volatilidad de los precios?

El dinero circulante es el intermediario final de todos los intercambios y el activo (reserva de valor) de menor riesgo en el corto plazo. Estas dos características concurrentes, hacen de la moneda un bien con demanda inestable en el corto plazo. Del lado de la oferta también aparecen otras características importantes. Su costo, la tasa de interés prefijada por las autoridades monetarias y fiscales, no obedece a las razones ordinarias que se asignan a la producción de mercancías; se relaciona con su demanda vinculada a la vez con la variación del tipo de cambio y con apreciaciones sobre el riesgo de retorno, y por lo tanto la oferta no es una función indepen-

diente; con el agravante de que dicho costo influye sobre la formación del capital real, o inversión reproductiva directa.

Hoy los referentes teóricos básicos reconocen estos particularismos, pero el análisis sigue derroteros opuestos pues los neoclásicos quieren neutralizar los particularismos negando la influencia de la moneda sobre los procesos reales; mientras que los keynesianos, en general, y en particular quienes compartimos los puntos de vista que resumimos en la Teoría del *"Preajuste Financiero"* reclamamos a las autoridades la vigilancia cautelosa de ellos; es decir, una política preventiva.

Por ello llamamos la atención sobre la práctica política en Europa y en los casos de Perú y Bolivia como muestra de que, al proceder así, los resultados parecen socialmente más aceptables. De allí que creamos conveniente destacar las conclusiones siguientes:

(i) Aunque el propósito de la política monetaria en los países industriales durante los últimos lustros fue mantener la estabilidad monetaria -entendido esto como la estabilidad de los precios y estabilidad de los tipos de cambio- en la práctica se negoció la convergencia de los cambios entre sus monedas,[14] para facilitar a la banca central de tales países el trabajar con tasas bajas de interés y lograr así una disponibilidad adecuada de crédito, para obtener una tasa razonable de crecimiento de la inversión, del consumo y de las exportaciones, con relativa estabilidad de precios.

(ii) Al tiempo, los países periféricos, sometidos a la presión de la deuda externa y constreñidos políticamente a expandir el gasto fiscal -en medio

14 Devaluación del dólar y apreciación del yen y del marco alemán.

camente a expandir el gasto fiscal –en medio de una contracción relativa de las exportaciones– se recurrió al déficit fiscal y a la desincentivación de los créditos con altas tasas de interés. Ello generó una combinación de depresión y de persistencia de la inflación, como cuadro básico que denominamos *"trampa depresiva"*, (ver esquema Nº 1). En otras palabras, en las economías pequeñas y abiertas con procesos débiles de integración, se observa que la volatilidad cambiaria apenas puede ser mitigada por variaciones crecientes de las tasas de interés, lo cual al elevar el nivel promedio de estas, se constituyen en un factor limitante el crédito canónico, no solo por la disminución relativa de la demanda, sino por la incursión creciente de la banca en los negocios de inversiones especulativas (a pesar del riesgo de solvencia involucrado). El dinamismo bajo del crédito hace entonces que el lento crecimiento de la oferta global y del empleo se refuercen mutuamente.

(iii) De acuerdo con la teoría del *"Preajuste Financiero"*, escapar de la *"trampa depresiva"*, requiere incrementar la disponibilidad de crédito, (asociado a niveles y a variabilidad baja de la tasa de interés), y minimizar las influencias que aumentan la incertidumbre, asociada a la volatilidad de la tasa de cambio y a los incrementos de la tasa de interés, inducida por los requerimientos fiscales. Tales exigencias parecen facilitarse en los países periféricos con la substitución parcial o total de las monedas nacionales por las dominantes en su área de comercio internacional (mientras sea limitado

el intercambio intraregional), pues la internacionalización financiera tiende a disminuir la presión cambiaria sobre la tasa de interés. Se infiere entonces que el crecimiento moderado, asociado a tasas bajas de interés, ayudaría a resolver, por la vía impositiva, las presiones fiscales, dando paso a la "espiral expansiva". Adicionalmente, tasas bajas de interés conservan el valor de los activos financieros y aumentan el promedio de maduración.

(iv) Como elementos de incertidumbre quedan la incidencia de la volatilidad de los rendimientos asociados a la titularización, y a la evolución del comercio internacional y por ende del cambio entre las monedas *"continentales"*; aunque este último tiende a minimizarse por los acuerdos multilaterales entre las autoridades.

(v) De los diversos mecanismos creados para combatir la volatilidad cambiaria, la reducción del número de divisas nacionales mediante la creación de monedas por áreas económicas, pondría freno a los factores especulativos en la medida que los mercados integrados funcionen como *"mercados internos"* y cuyas transacciones sean superior a los *"externos"* o con terceros del conglomerado subregional. En otros términos la funcionalidad de un mercado multinacional requiere una moneda única; y

(vi) Aunque señalamos que en el caso de un país aislado o de asociaciones comerciales débiles, la alternativa del bimonetarismo (énfasis en la substitución financiera, proporciona un instrumento

poderoso para combatir la inflación y potenciar el crecimiento, debemos acotar la existencia de requerimientos adicionales. A saber:

- ✓ Establecimiento de porcentajes significativos de encajes para los depósitos en divisas, y de "reglas de calce" monetario para disminuir las posibilidades de aparición de desbalances fuertes en el mercado de divisas
- ✓ Limitación estricta a la capacidad de aumentar el gasto público; pues podrían producir incrementos sustantivos en las importaciones[15] y en la tasa de interés, y,
- ✓ Establecimiento de acuerdos de coordinación de políticas sobre todo si *"partenaires"* comerciales importantes pueden recurrir a la devaluación, pues al materializarse factores que produzcan tendencias fuertes al déficit externo, se eliminaran las ventajas financieras y se acrecentaran las dificultades en los mercados reales. El caso argentino y la devaluación brasileña a comienzos del siglo XXI, constituyen una muestra fehaciente del tipo de dificultades a enfrentar.

Finalmente, cabe tornar al inicio, a las reflexiones sobre la epistemología de la economía y a su asociación con la política. En el capítulo introductorio recordamos que en términos científicos contemporáneos el caos se identifica con la impredictibilidad; suponiendo que lo predecible obedece a

15 Esto debe evaluarse a través de la composición de *"transables"* y no *"transables"* en el consumo nacional.

leyes causales – determinísticas, relativamente sencillas de postular *(¿descubrir?)* por el numero bajo de variables asociadas. Estas leyes, debían obedecer a los condicionantes formales elaborados por Newton – Laplace.

En palabras simples, se suponía que el conocimiento del pasado y de las leyes postuladas para el cambio –en el espacio, tiempo– predeterminaba el curso de los acontecimientos. Pero la predicción del comportamiento de los elementos unitarios –en este caso microeconómicos– resultó negado por la generalización del principio de incertidumbre (Heinsenberg), el cual niega la posibilidad de precisar simultáneamente la posición inicial y la velocidad de cambio en el espacio – tiempo. Esta dificultad de precisar las condiciones iniciales de todos y cada uno de los agentes económicos pareció superable (a medias) por la medición del comportamiento de los grandes agregados –macroeconomía– a través del uso de las probabilidades; añadiendo a las elegantes ecuaciones lineales, un componente aleatorio, o error bajo la condición de que fuese mínimo y despreciable para todo evento práctico. El cuadro metodológico incluyó además la sustitución del supuesto de causalidad simple por el de causalidad funcional –hipotética, asociativa– acompañada de la condición *"ceteris paribus"*.

Mejoras en la técnicas estadísticas, para evitar asociaciones espurias, con la introducción de los test de co – integración, pareció afirmar la eficiencia del instrumental econométrico. Pero la terca realidad siguió mostrando la existencia de fenómenos claves que se resisten a la predictibilidad, tales como los precios relativos en el ámbito financiero – en particular los valores bursátiles y el tipo de cambio. Algunos acudieron a los cálculos autoregresivos o sin expli-

cación teórica; lo cual contraviene la epistemología más aceptada de la investigación científica.

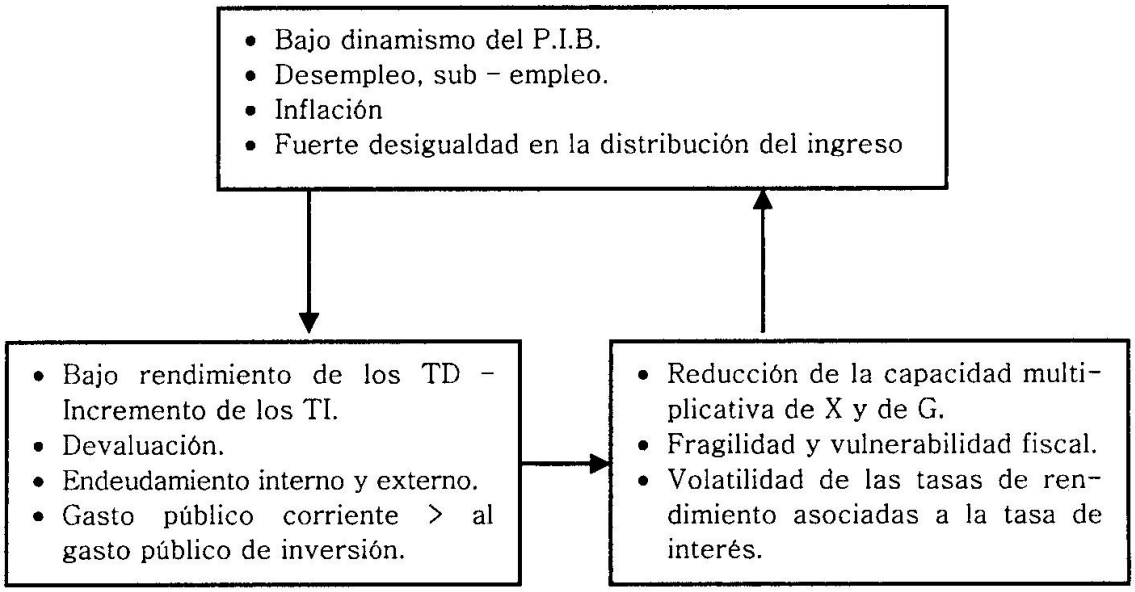
Por ello, en la última década la economía comienza a aceptar técnicas asociadas a las matemáticas no lineales: teorías del caos y de las catástrofes. Es decir, se comienza a admitir que pequeños cambios anticipables en las variables exógenas, pueden inducir grandes cambios en el comportamiento de las variables enfógenas. En otras palabras, se está estableciendo un relativo consenso alrededor del comportamiento *"catastrófico"* o *"caótico"* no predecible, pero previsible, mediante la observación atenta a los cambios en los referentes de las condiciones iniciales.

Ello posibilita la inferencia de mutaciones del modelo de referencia, a partir de la concepción de imágenes (metas-target), surgidas de juicios de valor. En otras palabras, estamos en condiciones de justificar la asociación, ahora ineludible, de la economía moderna como ciencia, con la conducción política. La teoría del *"Preajuste Financiero"* se inserta en esta cosmo visión y tiene como corolario la política preventiva; por lo cual, la correctiva o compensatoria será de por sí ineficiente.

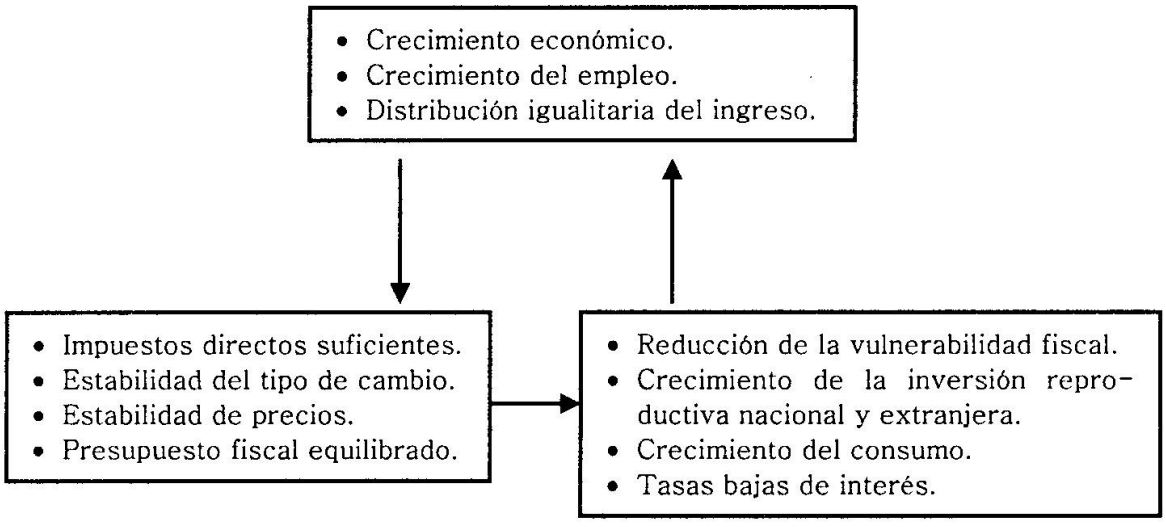
Traduciendo esto al lenguaje del gran público, hay condicionantes financieros globales - universales que pueden aprovecharse, o no, según la conducta política propuesta para que los resultados macroeconómicos se ajusten a la imagen objetiva deseable. Ignorarlos olímpicamente, pretendiendo aislamientos, en un mundo globalizado económicamente conducirán ineluctablemente a resultados indeseables de magnitud *"catastrófica"*. Esto constituye el segundo corolario.

Esquema Nº 1

Trampa Depresiva



Esquema Nº 2
Espiral Expansiva



Anexo Estadístico

América Latina

Argentina	2001	2002
PIB (tasa variación %)	-4,50	-10,90
Desempleo (%)	14,70	18,30
Inflación (IPC, Var. Anual %)	-1,55	41,00
Balanza Comercial (M.US$)	6.420	15.550
Tasa de Interés - corto plazo- activa.	6,25	21,40
Tipo de cambio (Peso/US$)	1,00	3,37
Dinero (Var. Anual de BM %)	-8,58	-20,53
Salario mínimo real urbano- Índice promedio anual 1995=100	101,60	74,23
Riesgo -País. EMBI (global,plus) Emerging Markets Bond Index	4.404	6.391
Rendimiento US$. Índice de la Bolsa (var %)	-29,09	-14,63

Brasil	2001	2002
PIB (tasa variación %)	1,42	1,52
Desempleo (%)	6,20	11,70
Inflación (IPC, Var. Anual %)	7,67	12,53
Balanza Comercial (M.US$)	26.400	13.120
Tasa de Interés - corto plazo- activa.	19,00	25,00
Tipo de cambio (Real/US$)	2,31	3,55
Dinero (Var. Anual de BM %)	12,58	28,84
Salario mínimo real urbano- Índice promedio anual 1995=100	126,60	132,15
Riesgo -País. EMBI (global,plus) Emerging Markets Bond Index	870	1.446
Rendimiento US$. Índice de la Bolsa (var %)	-24,91	-15,87

Chile	2001	2002
PIB (tasa variación %)	2,08	2,15
Desempleo (%)	8,90	7,80
Inflación (IPC, Var. Anual %)	2,63	2,82
Balanza Comercial (M.US$)	1.560	2.510
Tasa de Interés - corto plazo- activa.	6,12	2,76
Tipo de cambio (Pesos / US$)	661,3	721
Dinero (Var. Anual de BM %)	16,85	16,46
Salario mínimo real urbano- Índice promedio anual 1995=100	157,77	164,96
Riesgo -País. EMBI (global,plus) Emerging Markets Bond Index	175	176
Rendimiento US$. Índice de la Bolsa (var %)	-5,36	-16,10

México	2001	2002
PIB (tasa variación %)	-0,39	0,90
Desempleo (%)	2,46	2,71
Inflación (IPC, Var. Anual %)	4,40	5,70
Balanza Comercial (M.US$)	-9.729	8.010
Tasa de Interés - corto plazo- Activa.	6,89	7,56
Tipo de cambio (Peso / US$)	9,16	10,40
Dinero (Var. Anual de BM %)	21,41	12,59
Salario mínimo real urbano- Índice promedio anual 1995=100	105,77	107,36
Riesgo -País. EMBI (global,plus) Emerging Markets Bond Index	308	331
Rendimiento US$. Índice de la Bolsa (var %)	18,77	-15,17

Chile	2001	2002
PIB (tasa variación %)	2,08	2,15
Desempleo (%)	8,90	7,80
Inflación (IPC, Var. Anual %)	2,63	2,82
Balanza Comercial (M.US$)	1.560	2.510
Tasa de Interés - corto plazo- activa.	6,12	2,76
Tipo de cambio (Pesos / US$)	661,3	721

Dinero (Var. Anual de BM %)	16,85	16,46
Salario mínimo real urbano- Índice promedio anual 1995=100	157,77	164,96
Riesgo -País. EMBI (global,plus) Emerging Markets Bond Index	175	176
Rendimiento US$. Índice de la Bolsa (var %)	-5,36	-16,10

México	2001	2002
PIB (tasa variación %)	-0,39	0,90
Desempleo (%)	2,46	2,71
Inflación (IPC, Var. Anual %)	4,40	5,70
Balanza Comercial (M.US$)	-9.729	8.010
Tasa de Interés - corto plazo- Activa.	6,89	7,56
Tipo de cambio (Peso / US$)	9,16	10,40
Dinero (Var. Anual de BM %)	21,41	12,59
Salario mínimo real urbano- Índice promedio anual 1995=100	105,77	107,36
Riesgo -País. EMBI (global,plus) Emerging Markets Bond Index	308	331
Rendimiento US$. Índice de la Bolsa (var %)	18,77	-15,17

Bolivia	2001	2002
PIB (tasa variación %)	1,30	2,80
Desempleo (%)	8,50	8,90
Inflación (IPC, Var. Anual %)	0,90	2,50
Balanza Comercial (M.US$)	-209,00	-304,20
Tasa de Interés -Activa.	8,50	12,50
Tipo de cambio (Bolivianos / US$)	6,61	10,20
Dinero (Var. Anual de BM %)	13,67	2,44
Salario mínimo real urbano- Índice promedio anual 1995=100	119,40	117,18
Riesgo -País. EMBI (global,plus) Emerging Markets Bond Index	472	676
Rendimiento US$. Indice de la Bolsa (var %)	-6,50	-8,60

Venezuela	2001	2002
PIB (tasa variación %)	2,99	-8,88
Desempleo (%)	13,10	15,70
Inflación (IPC, Var. Anual %)	12,28	31,23
Balanza Comercial (M.US$)	9.335	13.939
Tasa de Interés -BCV. Activa	14,13	26,12
Tipo de cambio (Bs. /US$)	763	1401,25
Dinero (Var. Anual de BM %)	13,18	17,34
Salario mínimo real urbano- Índice promedio anual 1995=100	86,40	89,45
Riesgo -País. EMBI (global,plus) Emerging Markets Bond Index	1.163	1.223
Rendimiento US$. Índice de la Bolsa (var %)	911	1.445

América Latina	2001	2002
PIB (tasa variación %)	0,30	0,60
Desempleo (%)	8,4	9,10
Inflación (IPC, Var. Anual %)	6,10	12,10
Balanza Comercial (M.US$)	-20.170	11.080
Tasa de Interés -Activa.	13,00	14,75
Dinero (Var. Anual de BM %)	11,52	9,52
Salario mínimo real urbano- Índice promedio anual 1995=100	116,26	114,22
Riesgo -País. EMBI (global,plus) Emerging Markets Bond Index	1.875	2.085
Rendimiento US$. Índice de la Bolsa (var %)	-7,85	-21,73

Nota: Indice de la Bolsa promedio de varios países latinoamericanos.
Elaborado por: José Gregorio Moreno Ordaz.
IIES-FACES-UCV

Paises Desarrollados

	2001	2002
PIB (tasa variación %)	0,33	2,40
Desempleo (%)	5,80	5,80
Inflación (IPC, Var. Anual %)	1,60	1,60
Balanza Comercial (Millones de US$)	424.230	-480.850
Tasa de Interés - corto plazo-Activa.	1,25	0,75
Tipo de cambio (US$ / Yen)	0,008	0,008
Tipo de cambio (US$ / Euro)	0,89	1,04
Dinero (Var. Anual de BM %)	12,85	6,57
*Salario **	119,95	123,71
Riesgo -País. Emerging Markets Bond Index (1)	3,64	3,44
Rendimiento - Índice de la Bolsa (var %) (2)	-16,33	23,03
W / P	74,97	77,32
mo / P	8,03	4,11

* Index Numbers (1995=100): Period Averages

(1) Bonds Market Instruments.

(2) CRB Commodity Index - United Stated Dollar.

USA	2001	2002
PIB (tasa variación %)	0,33	2,40
Desempleo (%)	5,80	5,80
Inflación (IPC, Var. Anual %)	1,60	1,60
Balanza Comercial (Millones de US$)	-424.230	-480.850
Tasa de Interés - corto plazo-Activa.	1,25	0,75
Tipo de cambio (US$ / Yen)	0,008	0,008
Tipo de cambio (US$ / Euro)	[illegible]	1,04
Dinero (Var. Anual de BM %)	12,85	6,57
*Salario **	119,95	123,71
Riesgo -País. Emerging Markets Bond Index (1)	[illegible]	[illegible]
Rendimiento - Índice de la Bolsa (var %) (2)	-16,33	23,03
W / P	74,97	77,32
mo / P	8,03	4,11

* Index Numbers (1995=100): Period Averages

(1) Bonds Market Instruments.

(2) CRB Commodity Index - United Stated Dollar.

Japón	2001	2002
PIB (tasa variación %)	-0,50	0,30
Desempleo (%)	5,03	5,38
Inflación (IPC, Var. Anual %) (1)	100,76	99,84
Balanza Comercial (Millones de US$)	70.210	93.830
Tasa de Interés - corto plazo-Activa.	0,00	0,00
Tipo de cambio (Yen/Euro)	113,60	124,50
Tipo de cambio (Yen /US$)	127,36	122,27
Dinero (Var. Anual de BM %)	13,68	23,49
*Salario **	104,70	99,04
Riesgo -País. Emerging Markets Bond Index (2)	1,33	1,25
Rendimiento - Índice de la Bolsa (var %) (3)	-30,76	-22,88
W / P	1,04	0,99
mo / P	0,14	0,24

(1) Index Numbers (1995=100): Period Averages

* Wages: Monthly Earnings

* Index Numbers (1995=100): Period Averages

(2) Percent Per Annum

Government Bond Yield

(3) Jappan Nikkei 225 Stock Average - Stock Indices Composites

JAPAN YEN.

Nota: Indice de la Bolsa promedio de varios países latinoamericanos.
Elaborado por: José Gregorio Moreno Ordaz.
IIES-FACES-UCV

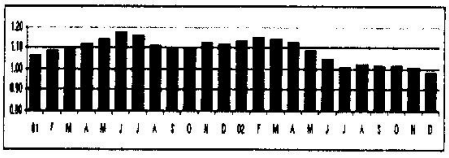
Tasas de cambio

YEN/USD

Yen/US$												
	En	Fe	Ma	Ab	My	Jn	Jl	Ag	Sp	Oc	No	Di
2000	105.16	109.31	106.71	105.48	108.11	106.23	107.90	108.07	106.75	108.37	108.89	112.21
2001	117.10	116.04	121.12	123.83	121.93	122.15	124.65	121.61	118.98	121.28	122.31	127.36
2002	132.67	133.52	131.20	131.07	126.48	123.60	118.07	119.01	120.37	123.86	122.55	122.27

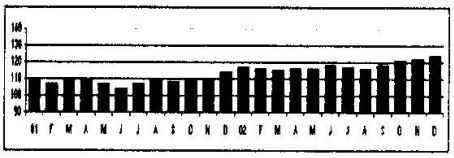
EURO/USD

Euro/US$												
	En	Fe	Ma	Ab	My	Jn	Jl	Ag	Sp	Oc	No	Di
2000	0.99	1.02	1.04	1.06	1.10	1.05	1.06	1.11	1.15	1.17	1.17	1.11
2001	1.07	1.09	1.10	1.12	1.14	1.17	1.16	1.11	1.10	1.10	1.13	1.12
2002	1.13	1.15	1.14	1.13	1.09	1.05	1.01	1.02	1.02	1.02	1.008	0.982



EURO/YEN

Yen/Euros												
	En	Fe	Ma	Ab	My	Jn	Jl	Ag	Sp	Oc	No	Di
2000	106.6	107.5	102.9	99.9	97.9	100.8	101.4	97.7	93.1	92.6	93.2	100.6
2001	109.9	106.9	110.1	110.4	106.6	104.1	107.2	109.2	108.4	109.9	108.6	113.6
2002	117.2	116.2	114.9	116.1	116.0	118.0	117.1	116.4	118.1	121.5	121.6	124.5

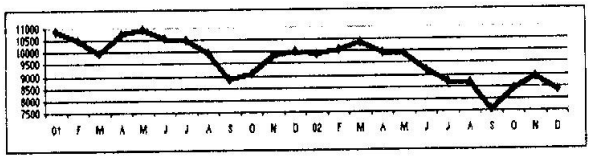


Elaborado por: José Gregorio Moreno Díaz

Indice de precios de acciones

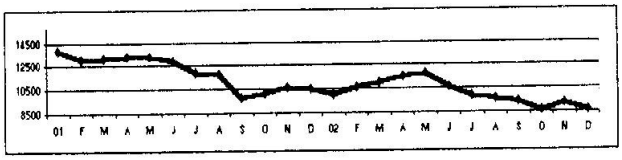
Estados Unidos: Dow Jones

Estados Unidos: Dow Jones												
	En	Fe	Ma	Ab	My	Jn	Jl	Ag	Sp	Oc	No	Di
2000	11020	10185	11068	10810	10550	10550	10573	11260	10773	11022	10435	10873
2001	10898	10499	9962	10738	10910	10565	10523	9950	8848	9075	9852	10022
2002	9920	10106	10404	9946	9925	9243	8737	8664	7592	8397	8896	8342



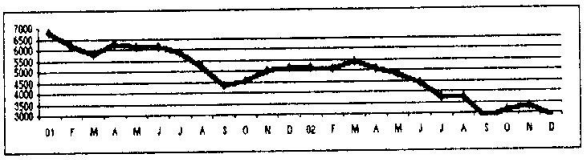
Japón: Nikkei

Japón: Nikkei												
	En	Fe	Ma	Ab	My	Jn	Jl	Ag	Sp	Oc	No	Di
2000	19510	20055	20370	18200	16270	17520	15930	17020	15730	14755	14565	13725
2001	13810	12985	13160	13340	13265	12930	11861	11755	9775	10136	10697	10543
2002	9998	10588	11025	11493	11764	10622	9878	9619	9383	8640	9216	8579



Alemania: DAX

Alemania: DAX												
	En	Fe	Ma	Ab	My	Jn	Jl	Ag	Sp	Oc	No	Di
2000	6858	7688	7605	7465	7130	6950	7272	7260	6874	7124	6400	6500
2001	6803	6215	5826	6280	6153	6115	5861	5188	4308	4559	4990	5160
2002	5108	5039	5397	5041	4818	4383	3700	3713	2769	3153	3320	2893

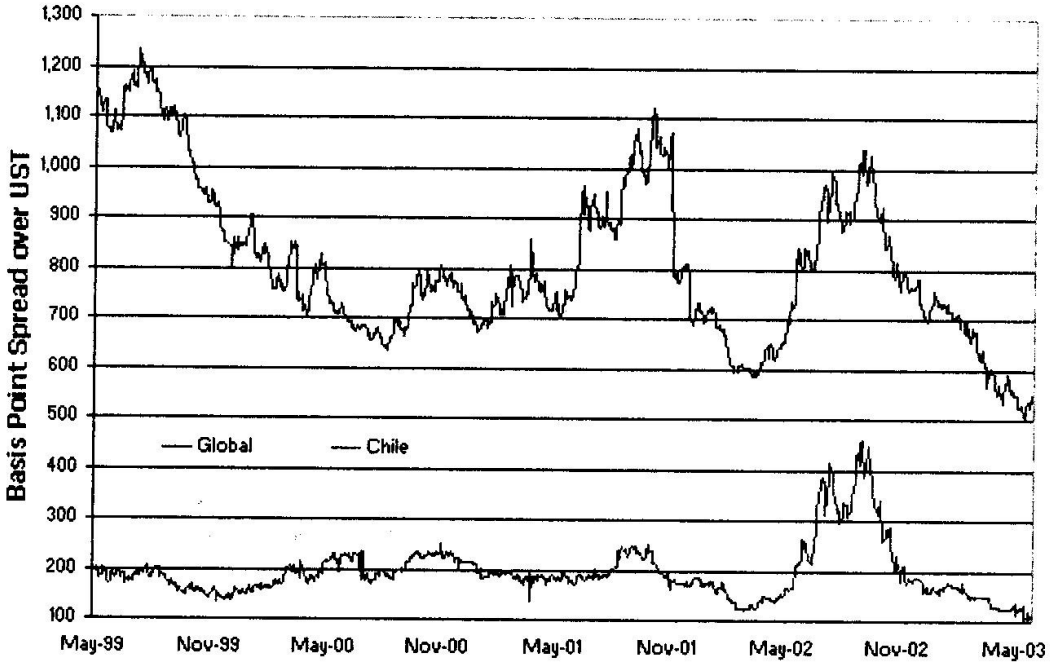


Elaborado por: José Gregorio Moreno Díaz

Bonos

CHILE

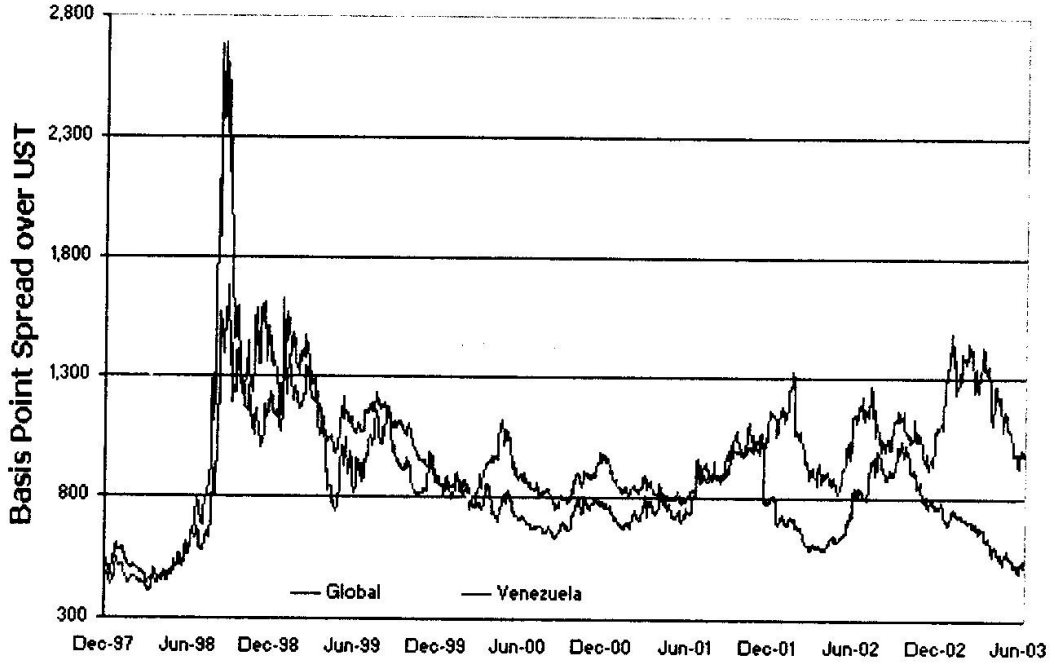
EMBI+ Spread Chile vs. Global, 1999 - 2003



Fuente: JP Morgan Securities Inc., Emerging Markets Research.

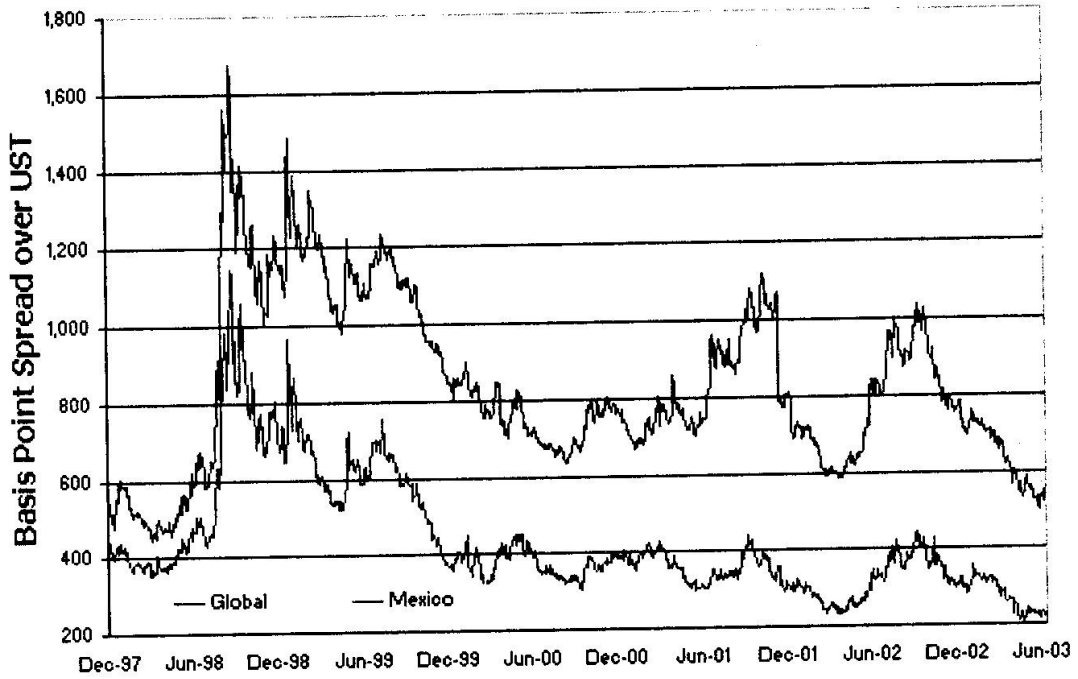
VENEZUELA

EMBI+ Spread Soberano vs. Global, 1998 - 2003



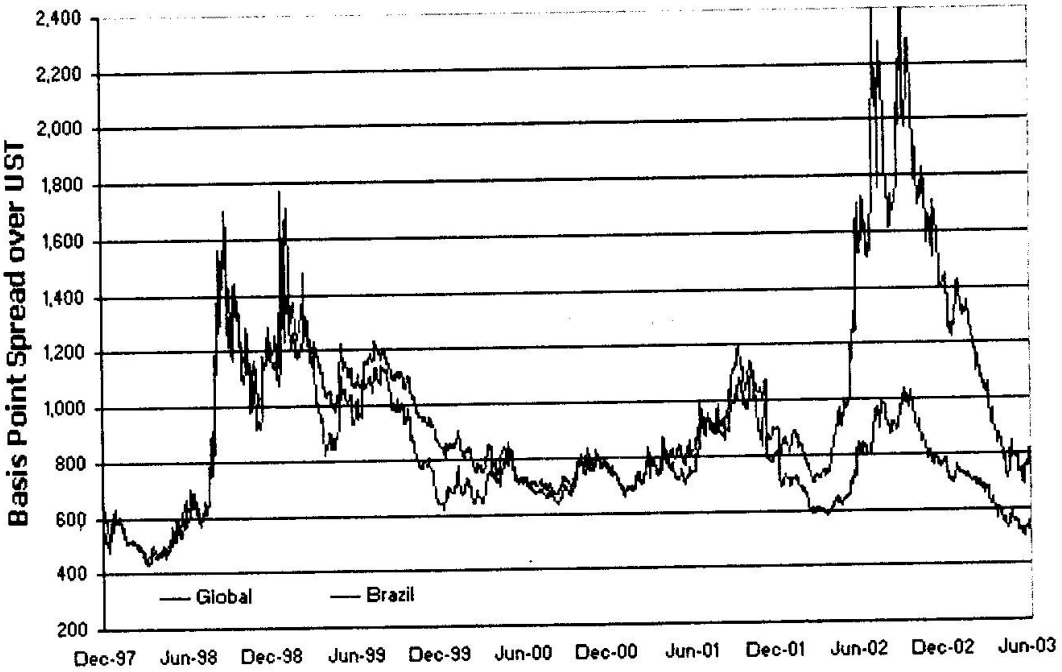
Nota: Bonos soberanos en puntos básicos respecto bonos tesoro EE.UU.
Fuente: JP Morgan Securities Inc., Emerging Markets Research.

MEXICO
EMBI Spread Soberano México vs. Global, 1998 – 2003



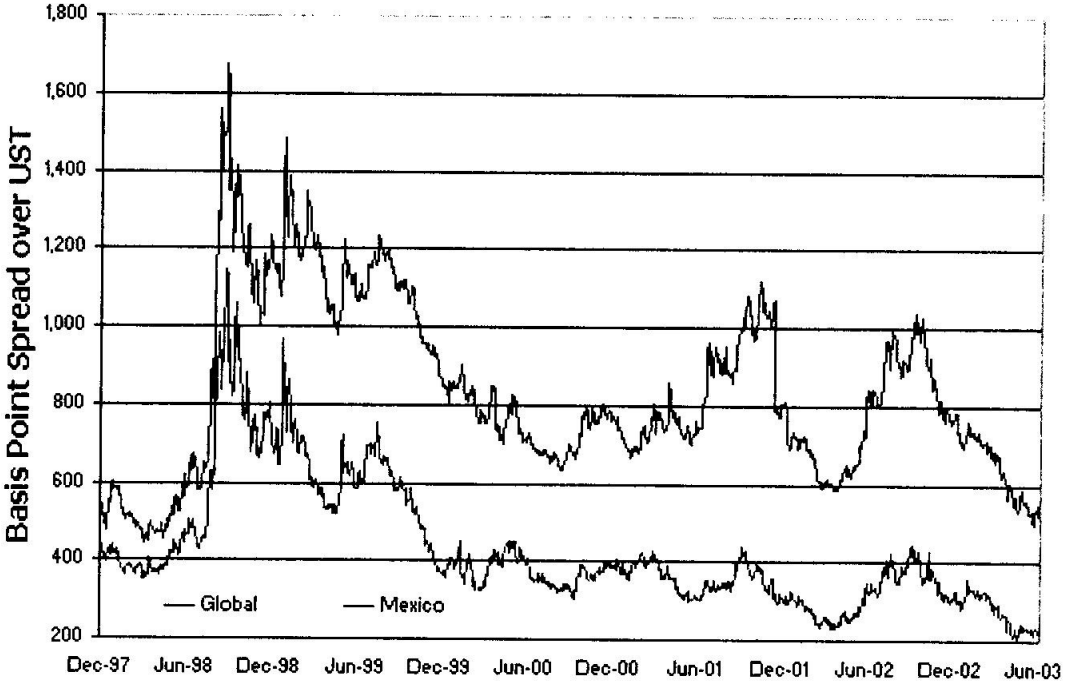
Nota: Bonos soberanos en puntos básicos respecto bonos tesoro EE.UU.
Fuente: JP Morgan Securities Inc., Emerging Markets Research.

BRASIL
EMBI Spread Soberano Brasil vs. Global, 1998 – 2003



Nota: Bonos soberanos en puntos básicos respecto bonos tesoro EE.UU.
Fuente: JP Morgan Securities Inc., Emerging Markets Research.

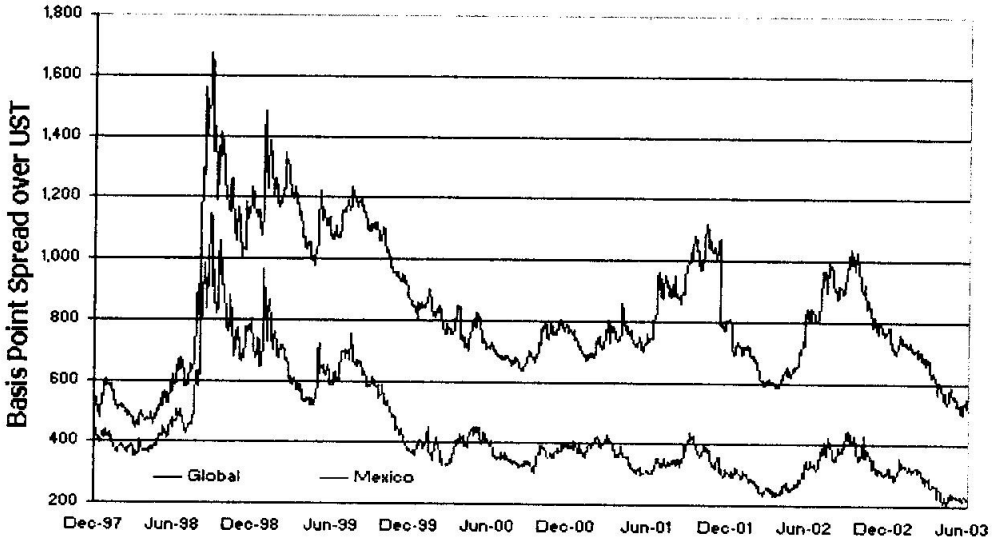
ARGENTINA
EMBI Spread Soberano Argentina vs. Global, 1997 – 2003



Nota: Bonos soberanos en puntos básicos respecto bonos tesoro EE.UU.
Fuente: JP Morgan Securities Inc., Emerging Markets Research.

Acciones

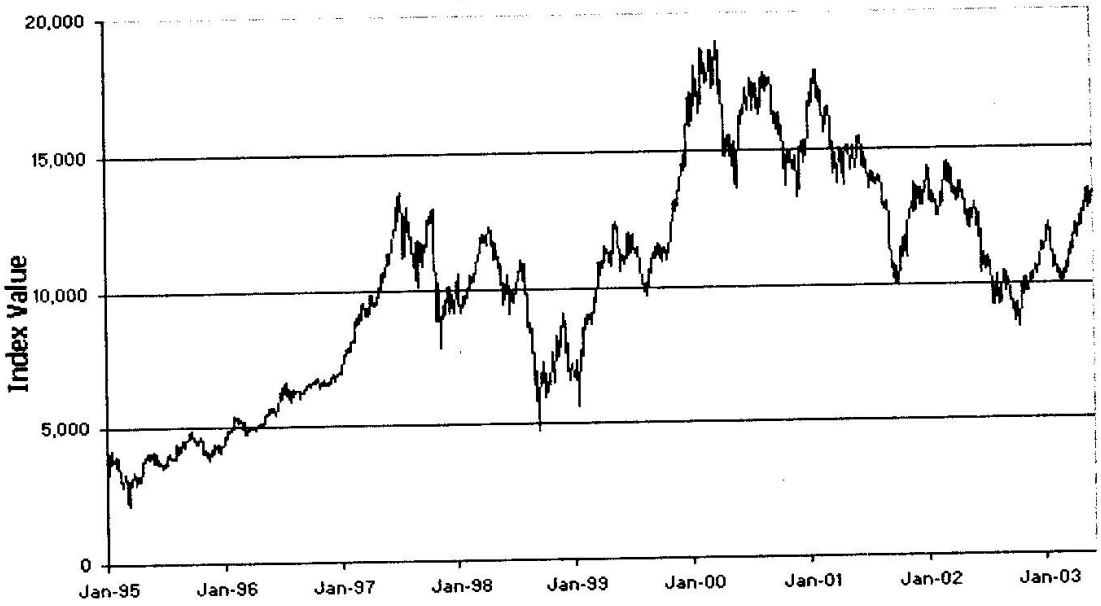
ARGENTINA
Mercado de Valores, 1995 - 2003



Fuente: MERVAL, Mercado de Valores de Buenos Aires.

Argentina Economic Indicators Markets, 1998 - 2003	1998	1999	2000	2001	2002	Δ	2003	Meses
Stock Market (ytd in US$-terms in %)	-27,3	30,0	-26,1	-22,2	-51,0		106,9	Jun-03
Stock Market (MERVAL ytd in %)	-37,4	26,7	-23,5	-48,8	146,2		51,0	Jun-03
Bond Market (EMBI over UST)	709	527	777	4.301	6.358		4.579	Jun-03
Bond Market (FRB over UST)	701	544	667	13.068	27.892		8.017	Jun-03

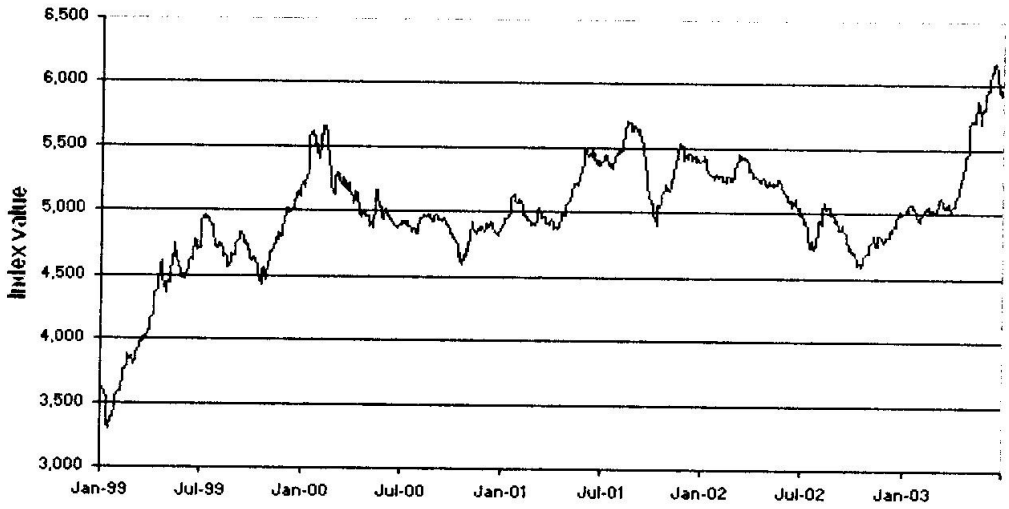
BRASIL
Bovespa Index, 1995 - 2003



Source: BOVESPA, Sao Paulo Stock Exchange.

Brasil Economic Indicators Markets, 1998 - 2003	1998	1999	2000	2001	2002	Δ	2003	
Stock Market (ytd in US$-terms in %)	-44,1	61,6	-14,2	-21,8	-33,8		8,3	Jun-03
Stock Market (Bovespa ytd in %)	-33,5	151,9	-10,7	-11,0	-17,0		15,1	Jun-03
Bond Market (EMBI over UST)	1.226	632	746	896	1.439		790	Jun-03
Bond Market (C-Bond over UST)	1.124	640	721	880	1.519		846	Jun-03

CHILE
Stock Market, 1999 - 2003.

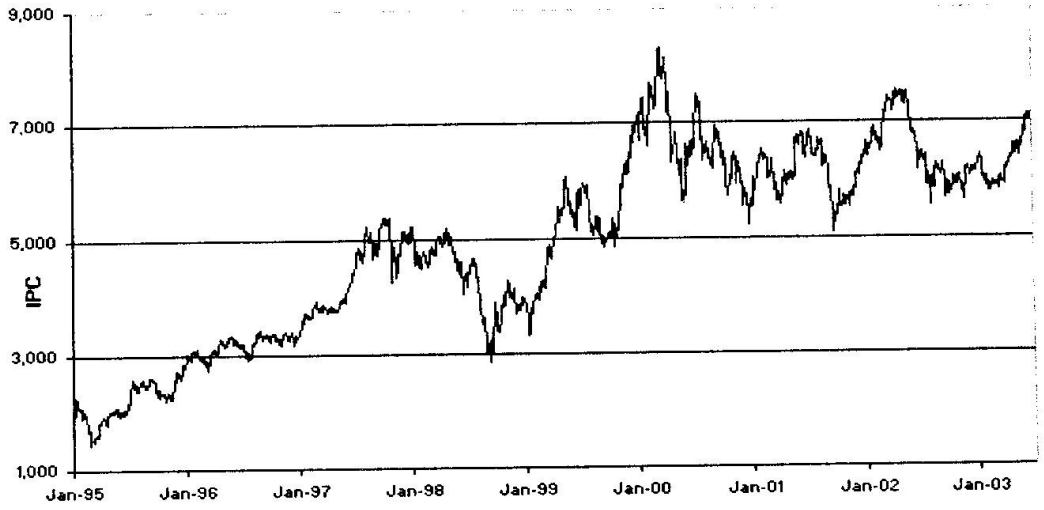


Note: Daily closing levels of the General Stock Price Index (IGPA, Índice General de Precios de Acciones).
Source: Bolsa de Comercio de Santiago.

Chile Economic Indicators Markets, 1998 - 2003	1998	1999	2000	2001	2002	Δ	2003	
Stock Market (ytd in US$-terms in %)	-30,7	36,5	-17,0	-6,0	-21,7		18,9	#######
Stock Market (variation of IGPA in %)	-28,4	43,8	-5,8	10,9	-7,4		19,4	#######
Bond Market (EMBI + spread over UST)	-	139	221	184	187		107	#######
Copper Price (average, US$/tonne)	1.654	1.573	1.813	1.578	1.596		1.648	Jun-03

	1998	1999	2000	2001	2002	Δ	2003	
Stock Market (ytd in US$-terms in %)	-30,7	36,5	-17,0	-6,0	-21,7	6	18,9	#######
Stock Market (variation of IGPA in %)	-28,4	43,8	-5,8	10,9	-7,4	6	19,4	#######
Bond Market (EMBI + spread over UST)	-	139	221	184	187	5	107	#######
Copper Price (average, US$/tonne)	1.654	1.573	1.813	1.578	1.596	5	1.648	Jun-03

MEXICO
Stock Market IPC, 1995 - 2003

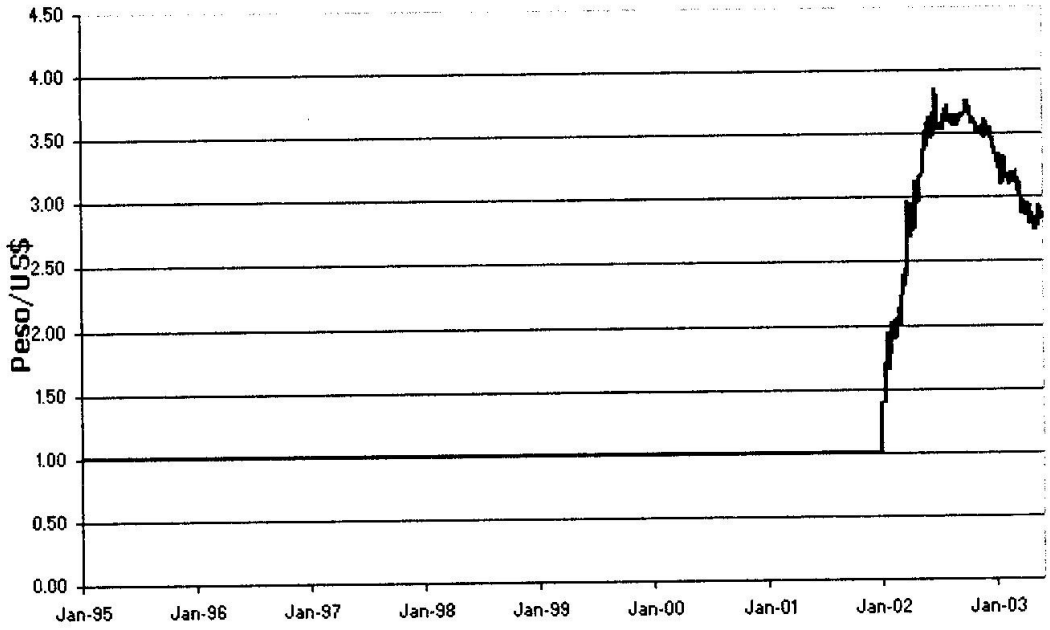


Note: Indice de Precios y Cotizaciones de la Bolsa Mexicana de Valores (IPC).
Source: Bolsa Mexicana de Valores.

	1998	1999	2000	2001	2002	Δ	2003	
Stock Market (ytd in US$-terms in %)	-34,5	78,5	-21,5	15,9	-15,0	6	2,5	#######
Stock Market (IPC, ytd in %)	-24,3	80,1	-20,7	12,7	-3,8	6	15,1	#######
Bond Market (EMBI+ over UST)	732	360	390	312	324	5	235	#######
Bond Market (Par A Bond over UST)	925	380	376	430	565	5	715	#######
Oil Price (US$ per barrel, eop)	7,7	22,1	18,8	14,3	23,6	5	24,0	Jun-03
Oil Price (US$ per barrel, ann. avg)	10,1	15,7	24,6	18,7	21,6	5	24,0	Jun-03

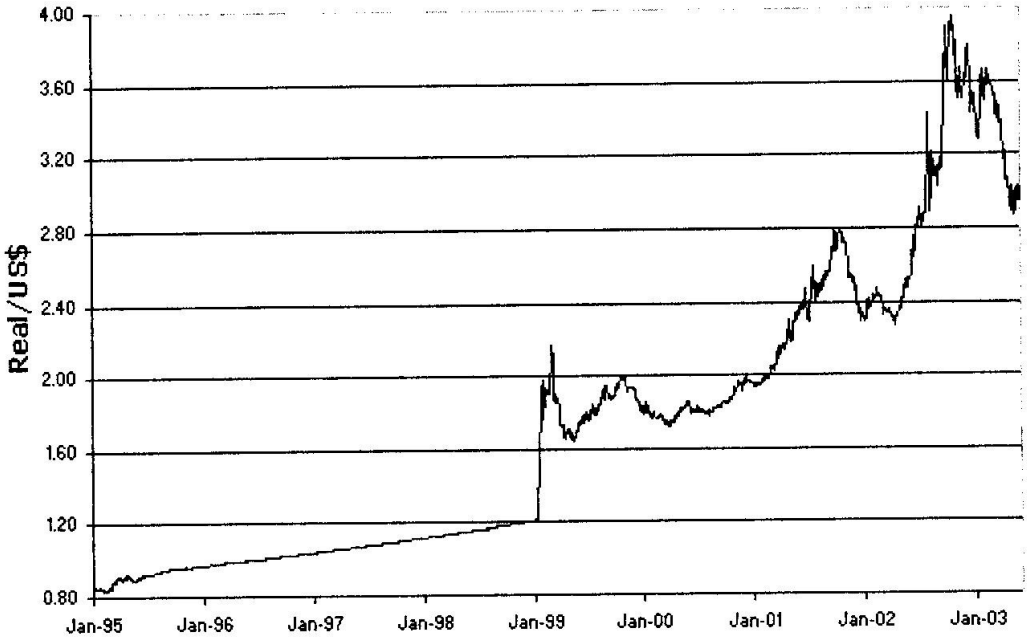
Tipos de Cambio

ARGENTINA
Tipo de Cambio, 1995 - 2003



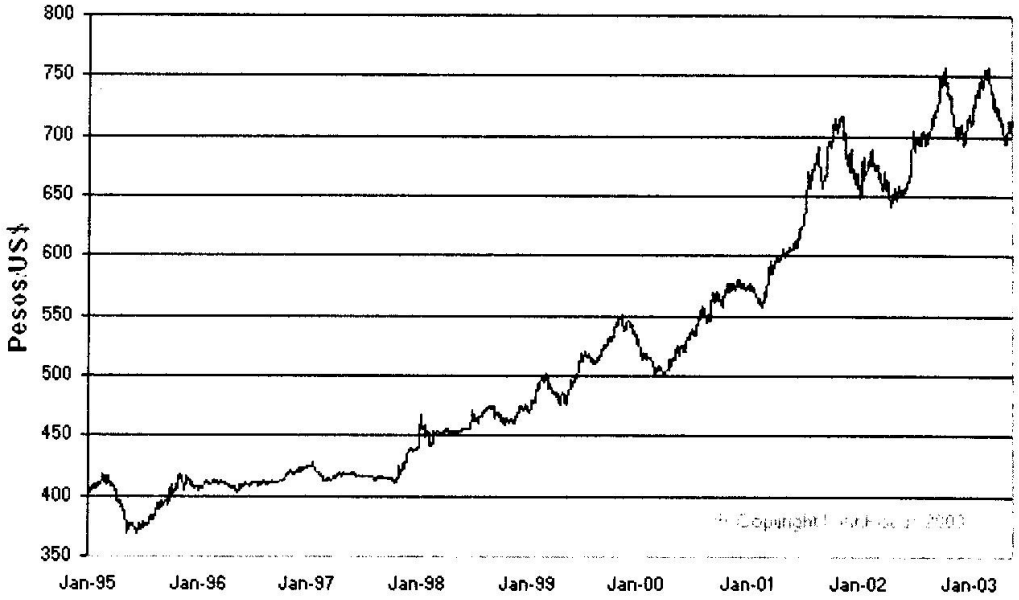
Nota: Tasa representativa del mercado, fin de mes.
Fuente: Banco Central de la República Argentina.

BRASIL
Tipo de Cambio, 1995 - 2003



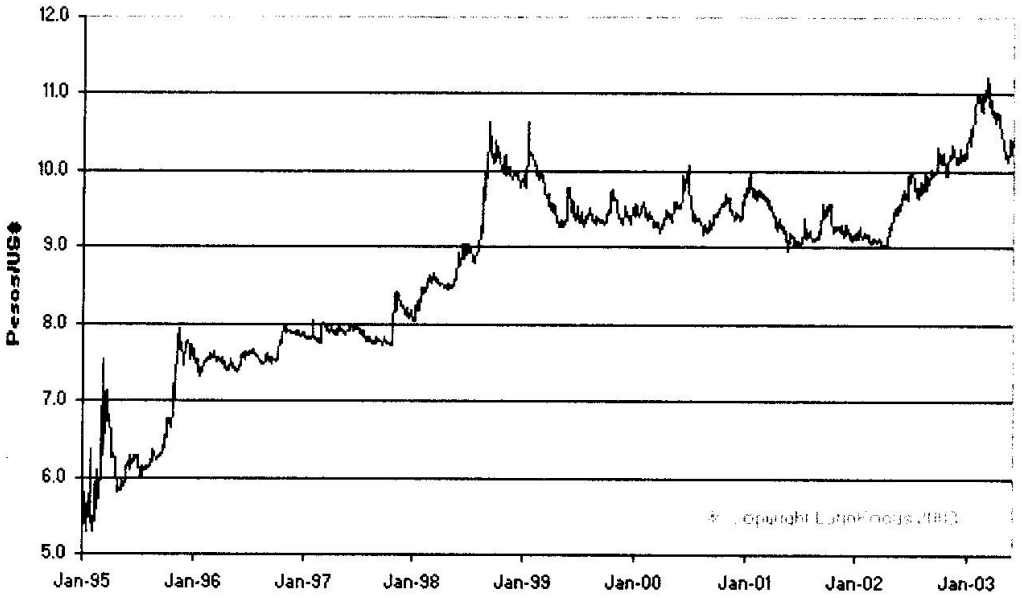
Nota: Tasa representativa del mercado, fin de mes.
Fuente: Banco Central do Brasil.

CHILE
Tipo de Cambio, 1995 - 2003



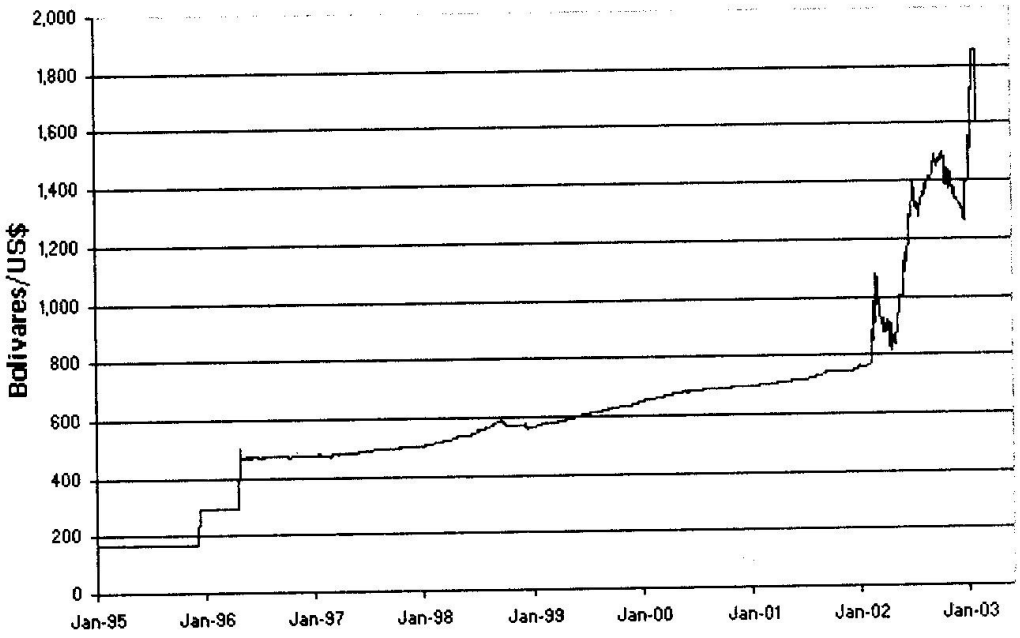
Nota: Cotización del Dólar Observado.
Fuente: Banco Central de Chile.

CHILE
Tipo de Cambio, 1995 - 2003



Nota: Tipo de cambio interbancario con fecha valor a 48 horas.
Fuente: Banco de México.

VENEZUELA
Tipo de Cambio, 1997 - 2003



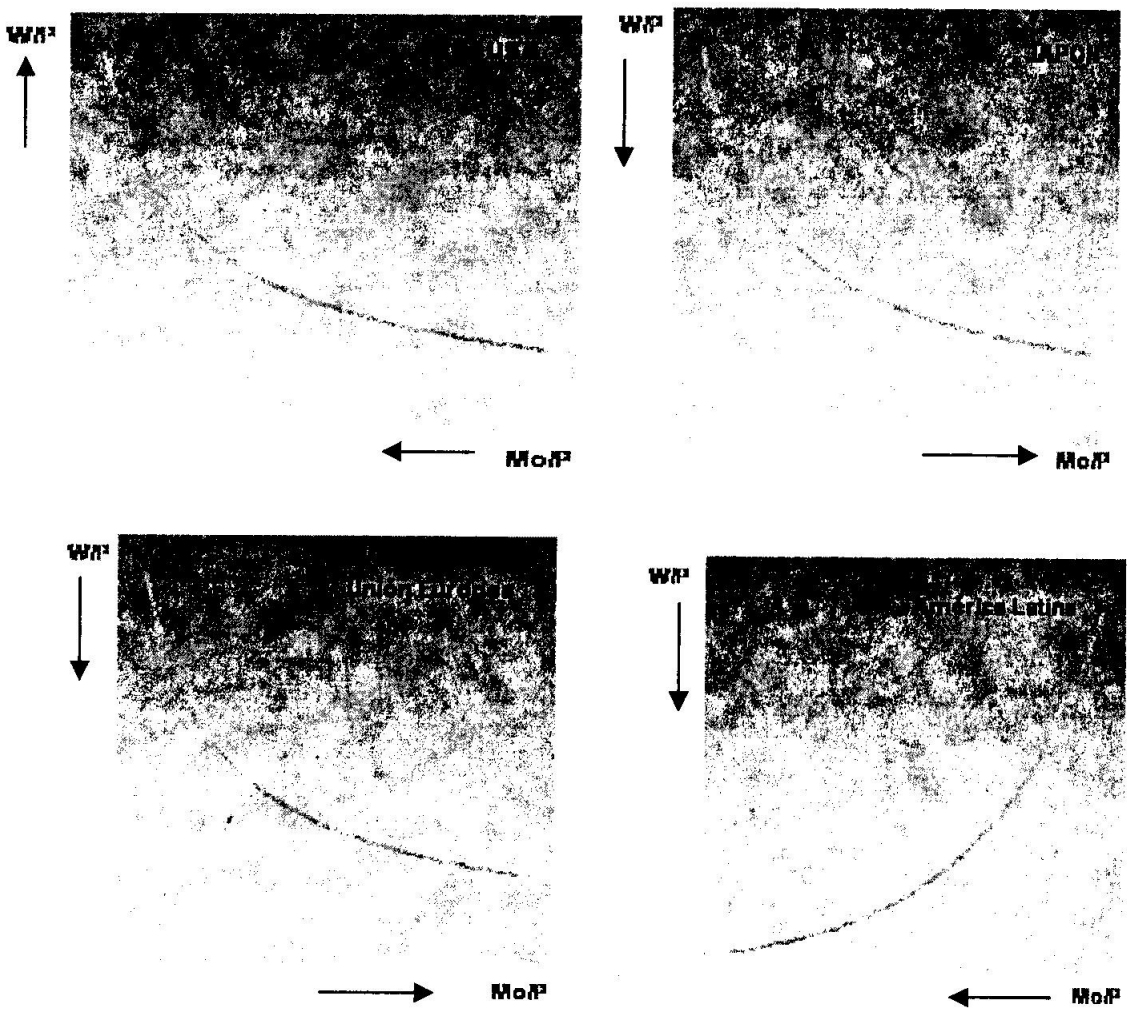
Nota: Tasa de venta establecido por el Banco Central de Venezuela para operaciones de divisas.
Fuente: Banco Central de Venezuela.

Latin America
Exchange Rate Matrix

Name	ARS	BRL	CLP	MXN	USD	VEB
Argentine Peso (ARS)	1	0,9688	0,0040	0,2700	2,7970	0,0018
Brazilian Real (BRL)	1,0322	1	0,0041	0,2786	2,8870	0,0018
Chilean Peso (CLP)	250,6	242,7	1	67,6	700,8	0,4
Mexican Peso (MXN)	3,7043	3,5888	0,0148	1	10,3610	0,0065
United States Dollar (USD)	0,3575	0,3464	0,0014	0,0965	1	0,0006
Venezuelan Bolivar (VEB)	571,33	553,52	2,28	154,23	1.598,0	1

Close 20 July 2003

Comportamiento de las economías según el modelo de Benassy



Bibliografía Seleccionada y Comentada

El propósito de esta sección es señalar los principales textos que pueden interesar al lector para profundizar en lo expuesto, antes que dar cuenta pormenorizada de cada uno de los textos académicos que pudiéramos citar para apoyar las ideas presentadas.

Con relación al capítulo I, el libro: *Contenido y Método de la Economía* de Enrique Palazuelos, (Ediciones Akel – Madrid 2000), examina la relación entre el análisis económico y la elaboración científica; y explica el estatuto epistemológico de las principales proposiciones teóricas. Recomendamos particularmente ese libro junto con el de *Metodología Macroeconómica* de D. F. Maza Zavala (Monte Ávila Editores – Caracas 1999), que se refiere a los fundamentos filosóficos de la ciencia. Un complemento indispensable se encuentra en: *Nuevos Métodos de Investigación* de M. Martínez, (Editorial Trilla – México 1989), y en el artículo de Abrahams – Frois: *"L'Macroeconomie en L'an 2000"* (Revue Economique. Vol. 52. Nº 3, Paris – 2000). *Impensar las Ciencias Sociales* de Immanuel Wallerstein, (Editorial Siglo XXI, México – 1999), arroja perspectivas de mucho interés, al igual que Ramsey (1996) "On the existence of Macrovariables and of macrorelation ship" Journal of Economic Behaviour and Organization.30.

Con relación al capítulo II los lectores interesados encontrarán buenas ediciones de los autores clásicos: A. Smith y David Ricardo. Recomendamos particularmente el monu-

mental trabajo de J. A. Schumpeter: *Historia del Análisis Económico*, (Editorial Ariel – Economía. Barcelona – 1995) y el trabajo de P. Delfaud: *Les Theories Economiques* (Editorial PUF, 2289. Paris – 1989). Los trabajos de Germán Bernacer, como *La Doctrina Funcional del Dinero* (Ediciones del Instituto Sánchez Moncada. Madrid – 1959), no son de fácil consecución, por lo cual se ha hecho una presentación extensa. Otras referencias de interés se encuentran en Arthur Cecil Pigou *"El Valor del Dinero"*. (Separata de la revista BCV, Vol. XIII, Nº 1 – 1999) y John Stuart Mill – Robert Torrens *"Controversias Acerca de la Teoría del Valor y del Beneficio"*. (Separata de la revista BCV, Vol. XV, Nº 1 – 2001). E. Palazuelos (2000) en "Contenido y Método de la Economía" (Ediciones Akal – Madrid) aporta una revisión crítica de interés. Poulon (1982) con "Macroeconomie" (Cujas – París) es una referencia infaltable.

Para el capítulo III, es indispensable referirse a J. M. Keynes y a su *Teoría General de la Ocupación, del Interés y el Dinero* (1936), que se encuentra en edición castellana (F.C.E. México – 1951) y a D. H. Robertson: *Dinero* (F.C.E. México – 1955). El propio Keynes, hace un resumen de su obra en su artículo *"Teoría General del Empleo"*. (Separata de la revista del BCV, Vol. XVI, Nº 1 – 2002). Importantes complementos se encuentran en: Enzo del Búfalo: *Opciones Teóricas en Economía*. (UCV/CDCH. Caracas – 1995) y en los trabajos de: M. Beaud y G. Dostaller, *La Pensée Economique Depuis Keynes*. (Editorial Du Seuil, Paris – 1993) y de J. Boncoeur/H. Thouément: *Histoire des Idées Économiques*. (Editorial Nathan. Paris – 1992).

Para el capítulo IV, el trabajo de J. R. Hicks: *Valor y Capital*. (F.C.E. México 1954), puede usarse como sustituto

del artículo seminal de 1937. Recomendamos ampliamente el libro de F. Poulon: *Macro - Economie Approfondie.* (Editorial Cujas. Paris - 1982). Finalmente, la bibliografía que contiene versiones del celebérrimo modelo IS - LM en castellano, es muy amplia y de fácil acceso, bajo el popular nombre de Macroeconomía. Complementos importantes se encuentran en De Grauwe (1983) "Macroeconomic Theory for the Open Economy", y en Blanchard: Macroeconomics. (Prentice Hall; New Jersey 1999).

El lector interesado en profundizar lo expuesto en el capítulo V, puede remitirse con provecho al trabajo de Hywell Jones: *Introducción a las Teorías Modernas del Crecimiento Económico.* (Bosh Editores. Barcelona - 1988); los argumentos del libro contienen diagramas sencillos y referencias a los artículos originales, proporcionando una visión exacta del pensamiento de los autores básicos Harrod y Domar. Una perspectiva actualizada como complemento de interés se encuentra en el trabajo de D. Chamblay: *50 Fiches pour Comprendre les Debats Economiques Actuels.* (Editorial Breal. Paris - 1999). Kalecki, M. (1977) en "Teoría de la Dinámica Económica" México, FCE presenta observaciones de interés. La versión neoclásica se debe a Solow (1956) "Growth Theory: an Exposition" Oxford University Press.

Para el capítulo VI, hay que señalar que la literatura académica original, relativa al *"Equilibrio General"*, además de amplísima y controversial, no es fácilmente accesible al lector no matemático. El trabajo de John von Neumann, que establece rigurosamente la existencia de las condiciones para el equilibrio competitivo, existe en ingles *"A Model of General Economic Equilibrium"*. (Review of Economic Studies, Vol. 13 - 1945 - 6). Versiones más accesibles, aunque en francés,

se encuentran en orden de simplicidad en J. Boncoeur/H. Thoument: *Histoire des Idées Economiques.* (Editorial Nathan. Paris - 1992); R. Boyer: *La Théorie de la Régulation.* (Editorial La Découverte. Paris - 1986); E. Malinvaud: *"Nouveaux Developments de la Théorie du Chômage"* (Revue Economique. Paris - 1978) y M. Aglietta: *Régulation et Crises du Capitalisme.* (Editorial Calman Levy. Paris - 1982). De particular interés es el trabajo de Mourges, M. (2000) "Macroeconomie Monetaire" Económica. Paris.

Para el capítulo VII, relativo a la macroeconomía financiera, es indispensable referirse a Bruno Rizzo: *Introduction a la Macroéconomie Financiere.* (Armand Colin Editores. Paris - 1996), y el trabajo de Patrice Poncet y Roland Portait, (Dalloz Editores. Paris - 1980), quienes son precursores en relacionar la influencia de las anticipaciones, la rentabilidad de los activos financieros, su maduración y riesgo - aspectos microeconómicos- en una estructura macroeconómica. En castellano, que tengamos referencia, sólo están accesibles las versiones de Mata en los artículos: *"La Nueva Síntesis Económica y la Hegemonía Financiera".* (Revista Nueva Economía, año VIII, Nº 12. Caracas - 1999); *"Consecuencia de la Hegemonía Financiera: Estudio Comparativo Canadá - Venezuela".* (Cuaderno del CENDES, Segunda Época. Caracas - 1998); *"Un Modelo de Preajuste Financiero para Venezuela".* (XIII Encuentro Latinoamericano: Sociedad Econométrica. Caracas. Agosto - 1994); *"Un Modelo Post Keynesiano para el Estudio del Desarrollo".* (Revista Nueva Economía, año 3, Nº 3. Caracas - 1994); *"Essay on the New Economic Synthesis and Financial Hegemony: Policy Consequences, in: The Current State of Economic Science.* (S. Dahiya compiled. Edited Spellbound publication. New Delhi - 1999) y *"La Teoría del Preajuste Financiero: Algunos Indi-*

cadores Empíricos". (Revista Venezolana Análisis de Coyuntura, Vol. VII, Nº II. Caracas - 2001).

El capítulo VIII enfrenta una situación similar. El lector puede encontrar una versión preliminar con otros desarrollos en el libro: *Economía Alternativa.* (Fondo Editorial Tropykos. CEAP. Caracas - 1999).

Lecturas complementarias con relación al capítulo IX, se encuentran en Ch. Boissiew: *"Le Destin de la Bulle Financiere"*. (Futuribles Nº 129. Paris - 1994); Rafaela Brande: *"Notas sobre la Economía Mexicana: Razones que Explican la Crisis Actual"*. (Revista BCV, Vol. IX. Caracas - 1995); P. de Grauwe: *"Alternative Strategies towards Monetary Union"*. (European Economic Review, Nº 39 - 1995); Rafael del Villar: *"La Crisis Financiera en Asia, Orígenes y Evolución en 1997 y 1998)*. (www.semana.com.co); J. K. Galbraith: *"Breve Historia de la Euforia Financiera"*. (Editorial Ariel. Barcelona - 1999); H. Guillen: *"Globalización Financiera y Riesgo Sistémitico"*. (Revista de Comercio Exterior, Vol. 11. México - 1997); P. A. Gutiérrez: *"La Revolución de los Mercados Bursátiles en los Ochenta: Una Perspectiva Internacional"*, en: *Mercado de Valores.* (Ejea Garrido/Lerich Quintana. UAM. México - 1991) y Ch. P. Kindelberger: *Manías, Pánicos y Cracs.* (Ariel Editores. Barcelona - 1991).

Bibliografía General

Abrahams-Frois, G (2001)	L'Macroéconomie en L'an 2000. Revue Économique Vol. 52. Nº 3.
Aftalion, F. (1.985)	Les Taux de Change. París. Universitaires de France.
Aglietta, M. (1982)	Regulation et Crises du Capitalisme. Calman – Levy – Paris.
Alesina, A./Grilli V (1993)	On the feasibility of a one or multi-speed European Monetary Union working. Paper Nº. 43-50. NBER, Cambridge, May April.
Altman, E. (1998)	Medición de riesgo y gerencia del crédito: Ironías de la próxima década. Debates, IESA, vol 4 Nº oct-dic. Caracas.
Baliño-Cottarelli.	Frame works for monetary stability. Editores. Washington, FMI
Baptista, A. (1999)	*"Teoría Cuantitativa del Dinero"*: Arthur Cecil Pigou. Revista del BCV: Biblioteca del Pensamiento Económico.
Basevi G. De Nicolo y Delbono F. (1990)	"International Monetary Cooperation under tariff thereats". Journal of International Economics. 28.
Baumol, W. (1951)	Economics Dinamics. Mc Millan, Co New York.
Beaud, M. – Dostaller, G. (1993)	La Pensée Economique Depuis Keynes. Editions du Seuil – París.

Bernacer, G. (1922) "La Teoría de las Disponibilidades como Interpretaciones de las Crisis y del Problema Social", Madrid, Mimeo.

Bernacer, G. (1922) "La Doctrina Funcional del Dinero", 2ª Edición (1956). Instituto Sánchez de Moncada, Madrid.

Blanchard, O. (1999) Macroeconomics. Prentice Hall - New Jersey.

Boissiew, Ch (1994) "Le destin de la bulle financiere". París. Futuribles, Nº. 129.

Boncoeur, J. y Thoument, H. (1992) Histoire des Idèes Economiques. Tomo 2. Edit. Nathan - Paris.

Bourguinat H. (1992) Finance International. Paris, PUF.

Brande (1995) Notas sobre la Economía Mexicana: Razones que Explican la Crisis Actual, Caracas Revista B.C.V, Volumen IX.

Boyer, R. (1986) La Théorie de la Régulation: Un Analyse Critique. Edit. La Découverte - Paris.

Boyer, R. (2001) «L'Economiste Face Aux Innovations Qui Font Epoque » Revue Economique vol. 52. Nº 5. Septembre

Carrillo B. T. E. (1981) Historia Crítica de las Teorías de las Fluctuaciones Económicas y Análisis del caso Venezolano, Caracas, Ediciones del BCV.

Castellanos, D. L. (1996) "La Crisis Financiera Venezolana y el Contexto Internacional", Nueva Economía. Año 5º Nº 6 ANCE.

Cepal (1999) Informe Económico para América latina y el Caribe. Santiago de Chile. www.cepal.org

Cordova, A (1999) — Globalización: Riesgo y Oportunidad para Venezuela, Caracas, ANCE.

C. Napoleóni. (1964) — El Pensamiento Económico en el Siglo XX. Edit. Oikos. Barcelona, 1964.

Chamblay, D. y otros (1999) — 50 Fiches Pour Comprendre Les Debats Economiques Actuels. Breal-Paris.

Dahiya, S.B. (1999) — The current state of economic science. Vol III, International Economics - Financial Economic Rohtak. Spellbound Publication.

De Grauwe P. (1997) — Alternative Strategies Towards Monetary Union European Economic, Review Nº. 39, 483-491.

De Grauwe P. (1995) — The Economics of Monetary Integration, Oxford University Press.

Delfaud, P. (1989) — Les Theories Economiques PUF (2289) Paris.

Del Búfalo, E. (1995) — Opciones Teóricas en Economía. UCV-CDC. Caracas.

Del Bufalo, Granier Albo (1985) — Crisis y Transformación en la Economía. Mundial. Caracas, Monte Ávila Editores.

Del Villar y otros (1998) — La Crisis Financiera en Asia: Orígenes y Evolución en 1997 y 1998. www.semana.com.co.

Dixit, A. (1997) — Investment and Employment Dynamics in the Short rum And the Long Rum. Oxford Economic Pepers Vol. 49 Nº 1, Enero.

Dreizzen, J. (1985) — Fragilidad Financiera e Inflación, Buenos Aires, CEDES.

Elie, B. (1989) "Le retour du Contrôle des Flux d'investissements Internationaux". l'ombre de John Maynard Keynes. Interventions Economiques, Nº. 222-23. Montreal.

Fisher, I. (1933) "The debt-deflation theory of great depressions". Econométrica Nº 1, (octuber): 337-57.

Frankel, J. y Wei S. (1993) "Trade Blocks and Currency Blocks". Working papers, series 4335 NBER (mimeo).

Friedman, M. (1976) Inflation et Systemes Monetaires. Calman - Levy - Paris.

Fry, J. M. (1995) Money, Interest and Banking in Economic Development. (2da. Edition). Baltimore. John Hopkins University Press.

Galbraith, J. K. (1991) Breve Historia de la Euforia Financiera. Barcelona. Ariel Sociedad Economica.

Galbraith, J. K. (1975) El Dinero. Barcelona. Ediciones Orbis, (1983).

Gandolfo, G. (1971) Mathematical methods and Models In Economic Dynamic. Amsterdam. North -Holland.

G. O, D. S y Sinko, P. (1993) "A Simple Tax Model of Srihanka", 4th International Computable General Equilibrium. Modeling Conference, University of Waterloo, Canada, October 28-30.

Gonnard, R. (1959) Historia de las Doctrinas Económicas. Edit. Aguilar. Madrid.

González J.I. (1994) "El Seudo Keynesianismo de Sargent" Cuadernos de Economía Nº 21 Universidad Nacional de Colombia. Santa Fe de Bogota.

Guillen, H. (1997) Globalización Financiera y Riesgo Sistemático. México. Comercio Exterior, Vol. Nº. 11.

Gutiérrez, P. A. (1991) La Revolución de los Mercados Bursátiles en los Ochenta: Una Perspectiva Internacional en el Mercado de Valores, México. UAM.

Heibroner R. (1980) The Worldly Philosophers. New York, Touchstone books.

Hicks, J. R. (1939) Valor y Capital. FCE, México, 1954

Jones, H. (1975) Introducción a las Teorías Modernas del Crecimiento Económico. Bosh, Editor (1988). Barcelona.

Kalecki, M. (1954) Teoría de la Dinámica Económica. (Edic. 1977). México. F.C.E

Kenen, P. (Editor) (1995) Understanding interdependence Macroeconomics of the open economy. New Jersey. Princenton University Press.

Keynes, J.M. (1936). Teoría General de la Ocupación, el Interés y el Dinero. FCE México, 1951

Kindelberger Ch. P. Manías, Pánicos y Cracs, Barcelona, Ariel (1991) Sociedad Económica.

Kiyotaki, N y Moore, J. (1994) "Credit Cycles" Discussion paper, Nº 205, Financial Market Group, London School of Economics.

Kright, F. (1921) Risk, Uncertainty and Profit. Ithaca, Cornell University Press. LSE. Reprint Series London.

Koening, G. (1997) "Macroéconomie Internationale. Economica – Paris.

Koheler, M. (1998) "Optimal currency areas and custom union are they connected". London Bank of England ISS N 1368-5562 (mimeo).

Koopmans, T.C. (1964) Economic growth at a maximal rate Q.J.E. Vol. LXXVIII august Nº. 3 Harvard University.

Krugman, P y otros (1995) Economía Internacional: Teoría y Práctica. Madrid. Edit. Mc' Graw Hill.

Krugman, P. y otros (1995) Currency and Crisis Cambridge. MIT Press.

Leijonhufvud, A. (1967) "Keynes and the Keynisians: one Proposition of Interpretatión". American Economic Review.

Levy, S. (2000) Autonomía de la Banca Central: caso Venezuela y Colombia: Trabajo libre de Investigación para el Doctorado del CENDES. Caracas, Mimeo-UCV.

Levy, S. (1999) Dimensión Económica de la Globalización. (Compilador) Caracas, CEAP-UCV. Tropikos.

Lewis, A. (1954) "Desarrollo Económico con oferta ilimitada de trabajo" en *Estudios del Desarrollo Económico*, B. Okum y R. Richardson W, compiladores. Bilbao, Edic. Deusto. 2da. Ed. 1964.

Lindhal, E. (1946) Estudios Sobre la Teoría del Dinero y el Capital. Edit. Aguilar. Madrid.

Malinvaud, E. (1978) "Noveaux Developments de la Théorie du Chômage". Revue Economique-Enero.

Mankiw, g. (1986) "The allocation of credit and financial collapse". Quarterly Jounal of Economic (101): 455-70.

Martínez, M. (1989) Comportamiento Humano: Nuevos Métodos de Investigación. Edit. Trillas. México.

Martínez, M. (2001) Necesidad de un Nuevo Paradigma Epistemológico en las Ciencias Sociales: Reflexiones de Fin de Siglo. T. Hernández, compiladora. CEAP-UCV-Trópicos-Caracas.

Masse, P. (1.968) Le choix des Investissements. DUNOD, París.

Mata, M. L. (1999) Economía Alternativa. Caracas, Ediciones Trópicos, CEAP. Universidad Central de Venezuela.

Maza Zavala D. F. (2000) Metodología Macroeconómica. Monte Ávila Editores - Caracas.

Mill, J. S. (1951) Principios de Economía Política. México. FCE.

Minsky H. P. (1986) Stabilizing an Unstable Economy. Yale University Press C.T

Minsky H. P. (1975). "Financial resources in a fragile financial enviroment". Challenge Nº 18, Julio-agosto.

Modigliani, F./ Miller, M. (1958) "The costo of Capital, Corporation Finance and Theory of Investments. American Economic Review 68 (June: 261-97).

Mourgues, M. (2000) "Macroeconomie Monetaire". Económica - Paris.

M. Beaud; G. Dostaller. (1993) La Pensée Économique Depuis Keynes Edit. Du Seuil. Paris.

Montoussé M. y otros. (2000)	100 Fiches Pour Comprendre. l'histoire Économique Contemporaine. Edit. Breal. Paris.
Netto, D. (1998)	Crónica do Debate Interditado. Top-books. Río de Janeiro.
Palazuelos, E. (2000)	Contenido y Método de la Economía. Ediciones Akal - Madrid.
Poncet/Portait (1982)	Macroéconomie Financière. Dalloz-Paris.
Poulon, F. (1982)	Macroeconomic Approfondie. Edit. Cujas. Paris.
P. Delfaud. (1989)	Les Théories Économiques. PUF. 2289. Paris.
Ramsey F.P. (1928)	A mathematical Theory of Saving. The Economic Journal Vol. XXXVIII, Nº 125 King College.
Ramsey, (1996)	On the Existence of Macrovariables and of Macrorelation Schip. Journal of Economic Behaviour & Organization, 30.
Rizzo, B. (1996)	Introduction à la Macrocroéconomie Financière. Armand Colin Èditeur - Paris.
Robertson, D. H. (1922)	Dinero. FCE, México 1955.
Sachs. (1994)	Macroeconomía en la Economía Global. México. Editorial Prentice may.
Samuelson, P. (1947)	Foundations of Economic Analysis Harvard University Press (Edición Revisada 1983)

Shirazi, Javad y otros (1998)	The East Asian Crisis: origins, Policy Challenges, and Prospects. Washington, D.C. The World Bank Group. www.worldbank.org
Schumpeter, J. A. (1954)	Historia del Análisis Económico, Barcelona. Editorial Ariel (1995)
Schumpeter, J. A. (1954)	History of Economics Analysis. Oxford University Press. New York. Edición Castellana. 1995. Ariel – Barcelona.
Schumpeter, J.A. (1939)	Business Cycles: Theoretical, Historical, and Statistic Analysis of the Capitalist Process. McGraw Hill Boock. New York.
Schumpeter, J. A. (1935)	"Análisis del Cambio Económico" en Ensayo sobre el Ciclo Económico, Selección de Gottfrieb Habeler. México, FCE.
Schumpeter, J. A. (1930)	"Los Ciclos Económicos de Mitchell" en Ensayo Colección libros de Economía, Barcelona, OIKOS.
Schumpeter, J. A. (1927)	La explicación de los Ciclos Económico. En ensayo colección Libros de economía, Barcelona, OIKOS.
Solow, R (1970)	Growth Theory: And Exposition. Oxford University Press – New York.
Stiglitz, J./ Weiss, L. (1982)	"Credit Vationing in Markets with Imperfect Information". American Economic Review (june): 393-410. (1982).
Strange, S. (1997)	Casino Capitalism. Manchester. University Press.

Tobin, J. (1965) Money and Economic Growth Econométrica. Vol. 33, Octubre, Nº. 4

Triffin, R. (1968) El Sistema Monetario Internacional. Buenos Aires. Armorrotu Edit.

Wallerstein, I. (Coordinador) 1999 Abrir las Ciencias Sociales. Siglo XXI. Editores - México.

Williamson, J. (1982) "A survey of the literature on the optimal peg". Journal of development economics, 11, p. 39-61.

Wray, L. Randall.(1996) *"Money in the Circular Flow"*. En Money in Motion; Deleplace, Ghislain y Nell Edits. McMillan Press Ltd. PP. 440 - 446. Londres.

Zalduendo, E. (1980) Breve Historia del Pensamiento Económico. Ediciones Macci - Buenos Aires.

Zamora, F. (1958) Introducción a la Dinámica Económica. F.C.E - México.

Contenido

Pág.

- Preámbulo 7

Capítulo I: La Política y la Economía. 11

1. Introducción: Las Transformaciones Sociales y la Evolución Teórica 11
2. La Relación con el Cientificismo 15
3. La Relación con la Inferencia y sus Límites 18
4. La Relación con la Teorización 19
5. La Relación con la Especificidad Teórica 22
6. La Relación con la Dinámica Económica 25
7. Observaciones Finales 28

- Apéndice: La Contabilidad Nacional como Instrumento Auxiliar de la Macroeconomía 33

Capítulo II: La Visión de la Ortodoxia Liberal. 39

1. Introducción: La Hegemonía Deductivista y el Ajuste por los Precios 39
2. La Crítica a la Herencia Mercantilista y Fisiocrática 41
3. Esquemas de los Pensamientos Clásico y Posclásico 46
4. Los Principios Básicos de los Modelos Clásico y Posclásico u Ortodoxo-Liberal 46
5. El Modelo "Clásico" y "Posclásico" 49
6. La Política en los Modelos Clásico y Posclásico 51
7. La Crítica de Marx a la Teoría Clásica 54
8. Algunos Problemas Teóricos del Entramado Teórico: El Interés, El Capital y el Dinero 56
9. La Crítica de Bernacer: Reintroducción de la Idea de Circuito 57

- Apéndice I. Las Ideas de Crisis y Ciclos: La Visión Inductiva 63
- Apéndice II: El Algoritmo Walrasiano 72

Capítulo III: La Revolución Keynesiana y la Economía Monetaria 75
1. Introducción: La Preocupación por el Desempleo o Ajuste por las Cantidades 75
2. El Principio de la Demanda Efectiva y la Preferencia por la Liquidez 78
3. La Determinación Exógena de los Precios Relativos 79
4. La Refutación de la Neutralidad Monetaria 85
5. Las Funciones y el Equilibrio Keynesiano 88
6. La Crítica a la Ley de Say-Walras y la Neutralidad del Dinero 92
7. Una Formalización de la Visión Keynesiana en Términos de Mercados 93
8. Síntesis a la Política Keynesiana 94

Capítulo IV: La Integración del Dinero al Equilibrio Walrasiano 97
1. Introducción: La Visión de Hicks 97
2. El Equilibrio IS-LM como Equilibrio General de Mercados 99
3. El Modelo de la Economía Abierta 106
4. La Crítica al Modelo IS-LM 113
- Apéndice I: El Equilibrio Keynesiano visto como Caso Particular de Walras 116
- Apéndice II: El mercado de trabajo y la curva de Phillips 118
- Apéndice III. Elementos de Teoría para la Integración Económica 126

Capítulo V: La Extensión Temporal del Pensamiento Keynesiano 129
1. Introducción: La Preocupación por los Modelos de Crecimiento 129
2. El Modelo de E. D. Domar 130
3. El Modelo de Harrod 132
4. Las Versiones de Kaldor-Robinson 135
5. La Visión Neoclásica 137
- Apéndice I: La Síntesis Harrod-Domar 140
- Apéndice II: La Tasa de Ahorro y la Regla de Oro 142

Capítulo VI: La Fundamentación Económica del Equilibrio General 145
1. Introducción: La Revuelta Neoliberal 145
2. El Acuerdo Básico: Al Rescate del Mundo Walrasiano 149
3. La Versión Neoclásica de la Integración Monetaria 150
4. El Modelo Neoclásico Básico 151
5. La Variante de Ingreso Fijo o de Pantinkin 155
6. La Contra Revolución Keynesiana 157
7. El Modelo Neokeynesiano Básico 158
8. La Variante Barro-Grossman (1971-1976) 163
9. La Teoría del Desequilibrio: Intentos de Abandonar el Equilibrio Walrasiano. 164
- Apéndice I: El Equilibrio General y el Mercado de Capitales: El Análisis de Tobín 168
- Apéndice II. La Visión de Benassy: Equilibrio General con Racionamientos 173

Capítulo VII: La Macroeconomía Financiera 177
1. Introducción: Una Dinámica Económica Turbulenta 177
2. El Predominio del Dinero Bancario 180
3. Los Cambios en la Economía Real 190
4. Tipificación de las Crisis 198
5. La Referencia Microeconómica: Vinculación Riesgo-Crédito 201
6. La Visión Macroeconómica: El Modelo de Preajuste Financiero 207
7. Un Esquema de Política Financiera 213
- Apéndice I: Régimen de Comercio y Patrón Monetario en los Siglos XIX y XX 215
- Apéndice II: Medio Siglo de Evolución Financiera 216

Capítulo VIII: Aproximación a la Macroeconomía Aplicada. 217
1. Introducción: La Especificación del Modelo de Preajuste Financiero 217
2. Un Modelo con Sector Financiero 217
3. Conversión de la Inversión Financiera en Inversión Real: El *"Preajuste Financiero"* 221
4. El Algoritmo del Equilibrio Dinámico 222
5. La Interacción Dinámica en el Equilibrio General: Solución en Secuencia 225

6. Determinación de las Pendientes IS, LM y VV 229
7. Determinación de las Tasas de Crecimiento 230

Capítulo IX: El Carácter Preventivo de la Política Financiera 233
1. Introducción: Entronización de la Economía Especulativa 233
2. Los Eventos en los Estados Unidos de América 236
3. Japón y los Países del Sudeste Asiático 239
4. La Experiencia Europea y la Consolidación del Euro 242
5. La Persistente Crisis Latinoamericana 244
6. Una Visión de los Factores de Cambio 247
7. Conclusiones Relativas a la Política Financiera para el Crecimiento 249
- Estadística Seleccionada 257

- Bibliografía Seleccionada y Comentada 277

- Bibliografía General 283