



Universidad
Nacional de
General
Sarmiento

I JORNADAS DE ECONOMÍA POLÍTICA

6 y 7 de diciembre de 2007 - Campus UNGS

Teoría del ciclo de Kalecki y demanda de dinero en Keynes: un vínculo perdido?

PABLO GABRIEL BORTZ

INSTITUTO DE INDUSTRIA
UNIVERSIDAD NACIONAL DE GENERAL SARMIENTO

jornadaecopol@ungs.edu.ar / www.ungs.edu.ar/ecopol
(54 11) 4469-7552 o 4469-7500 int. 7160

Teoría del ciclo de Kalecki y demanda de dinero en Keynes: un vínculo perdido?

PABLO GABRIEL BORTZ¹

ABSTRACT

Tanto Kalecki como Keynes diferenciaron las decisiones de inversión de la inversión real, aunque desde puntos de vista distintos. El propósito de este paper es resaltar esta similitud e integrar ambas visiones, a fin de desarrollar una Teoría Monetaria de Producción que incorpore los aspectos enfatizados por Keynes sobre la demanda de financiamiento externo con la teoría del ciclo económico de Kalecki.

Palabras Claves: Kalecki, Keynes, Ciclo Económico, Crédito, Teoría del Circuito

¹ Universidad Nacional de Luján; Ministerio de Economía y Producción, Argentina, e-mail: pablobortz@yahoo.com; pbortz@mecon.gov.ar

Teoría del ciclo de Kalecki y demanda de dinero en Keynes: un vínculo perdido?

I. Introducción²

Las diferencias y similitudes entre las ideas, teorías y sus modelizaciones entre Keynes y Kalecki ocupan un gran espacio en la historia del pensamiento económico heterodoxo. No solo fueron objeto de discusión entre ellos, sino que dieron lugar a una abundante literatura al respecto.

Uno de los puntos en los que Kalecki hizo sus más importantes contribuciones, y quizá a lo que dedicó más énfasis y atención, es al estudio del ciclo económico y su interacción con el crecimiento de largo plazo. Este interés era común a muchos economistas de la época (Harrod, Kaldor, Goodwin, Hicks, etc.) pero una característica especial de sus modelos sobre el ciclo, por la cual Kalecki sentía particular estima, era la separación entre las decisiones de inversión y la inversión real, así como el tiempo requerido para que una se traduzca en la otra.

Sin embargo, este análisis no ha sido integrado con la “Teoría Monetaria de Producción” (TMP, de ahora en adelante) desarrollada por Keynes, a partir del Tratado del Dinero³. De hecho, los aportes de Kalecki sobre el tema han sido considerados opuestos (exageradamente, a nuestro juicio) a varias ideas expresadas por Keynes en la Teoría General, donde otorga un rol central a las (volátiles) expectativas del mercado, particularmente del mercado financiero, y donde adopta un marco temporal esencialmente estático, o cuanto menos mucho más reducido que el del Tratado sobre el Dinero, salvo en el esbozo que realiza de una teoría del ciclo⁴.

Lo que nos proponemos en este paper es enfatizar las similitudes entre el análisis del ciclo de Kalecki y la TMP de Keynes, particularmente la expresada en dos papers publicados en 1937. Más claramente, nos enfocaremos en la complementariedad, y en la integración que se puede hacer a partir de esta, entre los supuestos acerca de la

² Se agradecen los comentarios de Gary Dymski, Pablo García, Marc Lavoie, Luis Rajuán y Malcolm Sawyer. Obviamente, todos los errores son mi responsabilidad.

³ Entre las pocas excepciones, a las que aludiremos más abajo, están Lavoie (1992, cap. IV) y Dymski (1996).

⁴ Para un análisis de la relación entre las teorías del ciclo en el Tratado del Dinero y la Teoría General, ver Seccareccia (1992).

temporalidad y estructura lógica subyacente en la demanda de dinero por el motivo de financiamiento, con la estructura temporal del análisis del ciclo de Kalecki, en particular el desarrollado en 1954.

Esto es posibilitado por las importantes coincidencias que se pueden apreciar entre los aspectos monetarios de los trabajos mencionados de Keynes (y en parte, en la Teoría General) y la estructura monetaria subyacente a los modelos del ciclo expuestos por Kalecki, como ser la naturaleza endógena de la oferta monetaria (préstamos, principalmente) e incluso, a nuestro juicio, la determinación del complejo de tasas de interés, por factores asimilables a la llamada “preferencia por la liquidez”.

La estructura de este artículo es la siguiente: en primer lugar, se expondrá la teoría de demanda de dinero esbozada por Keynes en los artículos mencionados. En segundo término, se expondrá la teoría del ciclo de Kalecki otorgándole especial atención a la estructura temporal del mismo y al rol jugado por los desfases temporales. También se tratarán consideraciones acerca del sistema financiero en sus modelos. En la tercera sección, se tratará de integrar ambos aspectos en un esbozo de teoría cíclica financiera. La cuarta sección concluirá.

II. Financiamiento

Sabido es que en la Teoría General, Keynes da tres motivos de demanda de dinero: demanda para transacciones, demanda por precaución y demanda por motivos especulativos (Keynes, 1936). Los dos primeros motivos son funciones del nivel de ingreso, mientras que el tercero es función de la tasa de interés corriente, comparada a una tasa de interés “normal”, o mejor dicho, a la confianza del público sobre la durabilidad del nivel corriente de la tasa de interés. Esa confianza está determinada por la preferencia por la liquidez.

Como Pasinetti dice, al introducir como motivo de demanda de dinero a la preferencia por la liquidez, Keynes torna a la tasa de interés como determinada de manera exógena al proceso de generación del ingreso (Pasinetti, 1978). Esto lo consigue al considerar a la tasa de interés como un fenómeno exclusivamente monetario, en el sentido de que es la tasa que se cobra sobre una suma de dinero. Desde esta condición, deja de ser la variable que iguala ahorro con inversión (Keynes, 1936, cap. XVII).

Todo esto es bien conocido y es lo que se enseña en todos los manuales de macroeconomía del mainstream, con la diferencia de que aún consideran a la tasa de ahorro como función de la tasa de interés, siguiendo el camino establecido (aunque luego repudiado) por Hicks (1937).

Lo que no se enseña, y sin embargo es la piedra fundamental de la teoría post keynesiana (y de la circuitista, entre otras) es que en una discusión que Keynes mantuvo con Ohlin, Hicks y Robertson luego de la publicación de la Teoría General, Keynes introduce un nuevo motivo de demanda de dinero, el motivo de financiamiento, que “debería, pienso ahora, haber puesto más énfasis en él cuando analicé las varias fuentes de demanda de dinero” (Keynes, 1937a)⁵. Los papers que serán la base de éste argumento son “Alternative Theories of the Rate of Interest” y “The Ex Ante Theory of the Rate of Interest”.

¿Qué es la demanda por financiamiento? Es la demanda temporaria de fondeo requerida en el intervalo entre la planificación y la ejecución de un gasto empresarial, ya sea para la producción de bienes de consumo como para la producción de bienes de inversión.

¿Qué es lo que hace tan importante a este concepto? Porque en una economía en crecimiento, en que la inversión crece a un ritmo acelerado, no existe la oferta monetaria necesaria para que la circulación tenga lugar, *a menos que alguien la cree*. Esto es así por que el ahorro que “financiaría” la nueva inversión todavía no fue creado, ya que el ingreso del que deriva todavía no fue generado. Para que este exista, debe haber un gasto, que debe ser financiado. De no existir este fondeo, ninguna otra fase de la cadena tendría lugar.

Esta demanda extra de dinero es mejor entendida en circunstancias en que las decisiones de inversión están aumentando, ya que si progresasen a una tasa constante, el financiamiento requerido sería más o menos constante. Expresado en otros términos, un nivel constante de crédito puede financiar un nivel dado de producción, mientras que incrementos del producto requiere financiamiento adicional. Demás está decir que razonamientos análogos son válidos para situaciones de fluctuación cíclica, donde no existe *un nivel dado de producción*.

Hemos afirmado que las nuevas decisiones de inversión requieren financiamiento que todavía no se ha creado porque no existe aún el ahorro que lo

⁵ Para un análisis de la evolución del pensamiento de Keynes sobre el tema después de la publicación de la Teoría General, ver Rochon (1997).

financiaría. Esto es así ya que el ingreso del que deriva no se ha generado, porque no hubo todavía un gasto efectivo. ¿Cómo se financia ese gasto? Supongamos que la motivación del gasto sea una decisión de inversión de una firma. La fuente más razonable de recursos, en un primer momento, sería referirnos a los ahorros de la firma, constituidos por ganancias retenidas. Ahora bien, Kalecki demostró que en un sistema cerrado y sin gobierno, como el que estamos considerando en esta situación, las ganancias de las empresas están determinadas por las decisiones pasadas de gasto de las empresas (y de sus propietarios)⁶. Por lo tanto, la fuente originaria del financiamiento no puede provenir de las empresas. El único sector que podría proveer esa demanda de dinero adicional es el sector financiero, y en particular los bancos comerciales. Si ellos no proveen ese financiamiento, la actividad económica no crecerá (Rochon, 1997).

Para resumir, el banco otorga los créditos a requerimiento de las firmas⁷. Estas contratan personal y compran insumos. Los trabajadores pueden consumir (en cuyo caso la plata vuelve a las firmas) o ahorrar (en cuyo caso, en principio, la depositan en el banco). En cuanto a las firmas, ahora están en condiciones de cancelar parte o el total de los préstamos. En términos reales, dada la existencia de ahorro por parte de las familias, las empresas no cancelarán, a nivel agregado, el total de los préstamos, por lo que estarán perpetuamente endeudadas con los bancos (Lavoie, 1992:156).

Esto no significa que los bancos aprobarán toda la demanda de créditos, por supuesto. Pero sí otorgarán todos los préstamos que les requieran aquellos que satisfagan las condiciones necesarias para acceder a las mismas. Estas condiciones variarán con la evolución de la actividad económica. De esto se desprende que el principal mecanismo racionador del crédito no será la tasa de interés, sino los requerimientos de aptitud crediticia⁸.

La cadena de causalidad queda establecida: los préstamos financian gastos, los gastos generan ingresos, los ingresos generan depósitos, y los depósitos generan reservas⁹. Así, el financiamiento es un “fondo giratorio para la comunidad, un asiento contable” (Keynes, 1937b: 666).

⁶ La introducción de ahorros por parte de los trabajadores no altera sustancialmente el análisis.

⁷ En la actualidad hubo un importante crecimiento de los créditos otorgados a familias, lo cual no invalida el argumento expuesto, sino que simplemente es un salto en la sucesión de eventos.

⁸ Keynes expresó que ante esta demanda adicional de crédito, la tasa de interés aumentaría, a no ser que los bancos estén dispuestos a abastecer la demanda a la tasa de interés. Similar argumento utilizó Kalecki.

⁹ Para una explicación mucho más detallada del circuito, ver Lavoie (1992, cap. IV), de donde se tomó mucho de la argumentación expuesta aquí.

Quisiera resaltar algunas cuestiones. En la literatura se afirma que el financiamiento es una demanda de crédito de corto plazo, que no debe ser confundida con el financiamiento final, referido a la adquisición de bienes de capital. Pero este no existiría de no ser por el primero. La principal fuente de financiamiento para los créditos a largo plazo son los depósitos, que dijimos que son créditos *no pagados*. En palabras de Lavoie, el fondo giratorio existe porque los bancos refinancian los préstamos. Pero no solo eso. Los bancos, y los mercados de capitales en general, transforman créditos no cancelados de corto plazo en crédito y financiamiento de largo. En este aspecto es que la preferencia por la liquidez juega un rol importante, quizá el principal, al determinar (del lado del mercado financiero) la estructura temporal de las tasas de interés y las condiciones a cumplimentar por parte de los demandantes de crédito de largo plazo¹⁰. Pero dos aspectos quedan claros: si la tasa de interés no juega ningún papel (o al menos no el principal) en determinar el “equilibrio de mercado de crédito” en el corto plazo, no existe razón para pensar que sí cumplirá ese rol en el largo. Y segundo, el rol de la preferencia por la liquidez es secundario al lado del rol del financiamiento. Como dice Graziani: “si el financiamiento bancario, no fue usado habiendo sido otorgado, la liquidez correspondiente no ha sido creada aún, y no es posible hablar de la existencia de liquidez” (Graziani, 1985).

Lo que también debe quedar claro es que lo que Keynes llamaba una TMP es aquella que tiene en cuenta estas distintas relaciones crediticias, con distintas estructuras temporales de financiamiento. Ninguna economía moderna puede soportar alguna interrupción artificial en este circuito, como lo prueba la experiencia argentina en diciembre de 2001, donde se trabó el sistema de pagos, con el consiguiente derrumbe (o agudización del mismo) de la economía.

III. Ciclo y lags en kalecki

Hay una abundante literatura acerca de si los distintos modelos expuestos por Kalecki reflejan fielmente sus ideas acerca de la naturaleza de la dinámica de una economía capitalista. Él mismo buscó continuamente “nuevas soluciones en el caso de la teoría de las decisiones de inversión”, y no se puede afirmar que haya estado

¹⁰ Como se podrá apreciar, este razonamiento sigue una línea de pensamiento horizontalista. Para un desarrollo más profundo de esta corriente, y un análisis de sus críticas, ver Moore (1988) y Lavoie (1996).

satisfecho con las últimas modelizaciones que presentó¹¹. Pero en todos sus trabajos se aprecia que él pensaba a toda economía capitalista moderna como caracterizada por la presencia de fluctuaciones cíclicas de magnitud relativamente regular, y que fueron objeto de un importante estudio por parte de él. Sus dos principales obras que reflejan estas afirmaciones son Teoría de la Dinámica Económica (TDE, de aquí en adelante), de 1954, y los Ensayos Escogidos (EE), de 1971.

En este trabajo nos enfocaremos sobre la primera. Si bien con el paso del tiempo Kalecki estuvo cada vez más insatisfecho con la forma en la que desarrolló el modelo, el mismo presenta con mayor claridad las principales características que nos interesan, en particular la separación entre decisiones de inversión e inversión real, así como un análisis más detallado (aún dentro de lo sucinto que resulta) de las causas y consecuencias de la misma.

No obstante, esa característica está presente desde los primeros trabajos publicados por Kalecki, mientras que en Keynes recién aparece en los artículos mencionados. En la TDE, afirma que ese rezago se debe tanto al período de construcción como a “reacciones demoradas de los empresarios”, aunque no explica muy bien que es esto. Besomi afirma que la función de estos rezagos temporales es la de evitar que el sistema tienda al equilibrio, sin jugar ningún rol en la determinación de los límites inferiores y superiores del ciclo, por lo que concluye que esta característica le otorga una tinte mecanicista a la modelización adoptada por Kalecki (Besomi, 2005). Aunque luego afirma que dicho carácter mecanicista se debe principalmente a la linealidad de las funciones.

A nuestro juicio, los rezagos temporales reflejan una observación del mundo real, de esas que Kalecki consideraba obvias: la producción lleva tiempo, en particular la producción de bienes de inversión. Los rezagos obedecen principalmente a una visión ingenieril. Sin embargo, no resulta contraria a la separación establecida por Keynes, sino que resulta complementaria a la misma. Keynes afirma que las decisiones de inversión requieren un financiamiento que no ha sido previamente generado por la actividad económica, por lo que la satisfacción de este requerimiento es una condición esencial para el normal desenvolvimiento del proceso de producción global. Por su parte, en Kalecki, la concreción de las decisiones de inversión genera un ingreso sin que

¹¹ Para un análisis profundo sobre este tema, ver Besomi (2005). Para un estudio más abarcativo de la vida y obra de Kalecki, ver Feiwel (1987) y Sawyer (1985).

aún se haya iniciado la producción de los bienes demandados, que es lo que da origen al circuito económico.

Las distintas versiones de modelos del ciclo que expuso Kalecki tienen una estructura básica común: en primer término, se presenta una ecuación explicitando los factores que afectan las decisiones de inversión (“la *pièce de résistance* central de la economía”); luego desarrolla las ecuaciones que relacionan las decisiones de inversión con gastos efectivos y otros factores involucrados, para agruparlas a todas en una sola ecuación, cuya variable dependiente es la evolución de la inversión¹².

Los supuestos del modelo que analizamos son: es un ciclo económico alrededor de una tendencia igual a un nivel constante de depreciación; los trabajadores consumen todos sus ingresos; y la economía es cerrada.

Según Kalecki, las firmas llevan sus planes de inversión hasta el punto en que dejan de ser redituables. El límite principal a esta rentabilidad y que influencia las decisiones de inversión resulta el propio capital de la empresa. Este restringe el acceso al mercado de capital, al que igualmente no acudirán de manera excesiva, a causa del “principio del riesgo creciente”. Es una idea intuitiva, que afirma que el riesgo de una inversión es más grande cuanto mayor sea esta, ya sea se financie en el mercado de capitales o a través de préstamos bancarios, ya que a mayor endeudamiento, más alto peligro de quiebra. La única ampliación del capital que no tiene límite es aquella que se deriva de las ganancias retenidas¹³. Cabe destacar que en esta argumentación, Kalecki se está refiriendo principalmente al financiamiento final.

Las decisiones de inversión son funciones de los ahorros brutos de las empresas (por los factores anteriormente mencionados); del incremento de las ganancias por unidad de tiempo; y del stock de capital, que tiende a disminuir las decisiones de inversión por su efecto negativo sobre la tasa de ganancia. Por otro lado, la inversión en existencias es función de la tasa de variación de la producción del sector privado, a la que sigue con un rezago.

A partir de las cuentas nacionales, Kalecki muestra que las ganancias brutas son función de la inversión pasada y del consumo de los capitalistas. Idéntica conclusión se obtiene sobre la determinación del producto bruto del sector privado. Incluyendo la identidad entre ahorro e inversión, y uniendo distintas ecuaciones, se llega a la siguiente fórmula:

¹² Besomi (2005).

¹³ Para una crítica detallada del principio de riesgo creciente, ver Lavoie (1992, p. 175-178, y 1996).

$$I_{t+\theta} = \frac{a}{1+c} I_t + \frac{1}{1-q} \left(b' + \frac{e}{1-\alpha'} \right) \frac{\Delta I_{t-\omega}}{\Delta t} + d' \quad (1)$$

El primer término del lado izquierdo de la igualdad representa la influencia de los ahorros brutos (equivalentes a las ganancias corrientes) en las decisiones de inversión ponderada por el efecto del incremento en el stock de capital; $\frac{b'}{1-q}$ muestra el efecto de la tasa de variación de ganancias¹⁴; mientras que la otra parte del paréntesis refleja la influencia de la variación de la producción, principalmente en la inversión en existencias (donde acepta Kalecki la existencia del principio de la aceleración). Cabe recordar que α' representa la respuesta de los sueldos y salarios a variaciones del producto, incluyendo el efecto de impuestos directos. Por último, d' incluye la influencia del consumo autónomo de los capitalistas, los gastos generales de producción y los impuestos indirectos.

Para que el sistema sea estático, la inversión en t debe ser igual al nivel de depreciación y la tasa de variación de la inversión igual a cero, por lo que:

$$\delta = \frac{a}{1+c} \delta + d'$$

Restando el nivel de depreciación a (1), obtenemos la ecuación del ciclo económico, o lo que es lo mismo para Kalecki, la evolución de la inversión alrededor del nivel de depreciación:

$$i_{t+\theta} = \frac{a}{1+c} i_t + \mu \frac{\Delta i_{t-\omega}}{\Delta t} + \varepsilon_t \quad (2)$$

El primer término refleja el nivel de la actividad económica, mientras que el segundo muestra la tasa de variación. Por su parte, ε_t representa una variable aleatoria, una perturbación estocástica de distribución normal con media cero y varianza σ^2 . Su inclusión se deriva del supuesto de que el primer coeficiente es menor a uno, ya que se supone que el aumento de los ahorros internos de la empresa es menor al ahorro total, por lo que el ciclo se vería atenuado y tendería a desaparecer¹⁵.

¹⁴ Recordar que q refleja la sensibilidad del consumo de los capitalistas a variaciones pasadas de las ganancias.

¹⁵ Dymski (1996) que esto refleja la transferencia de poder adquisitivo de las empresas hacia los rentistas y un incremento del financiamiento externo. Esto no es necesariamente cierto, ya que de existir

Para explicar la evolución del ciclo, supongamos que nos estamos recuperando de una recesión y que la inversión llegó a igualar al nivel de depreciación, tal que i_t es igual a cero y i_{t-0} mayor a cero. De ello se deriva que la inversión tenderá a crecer, y que en el periodo siguiente i_t será positiva. Sin embargo, el movimiento ascendente no permanecerá por siempre. El tope puede llegar por dos motivos. Dado que el primer coeficiente es menor a uno, i_{t+0} será menor que i_t , por lo que todo depende de si la suma de $a/(1+c) + \mu$ es mayor o menor que uno. En el primer caso, el ciclo tenderá a atenuarse por su propia evolución, mientras que en el segundo, existirá un tope marcado por la falta de capacidad productiva, tal que se acumularán pedidos de inversión sin satisfacer que terminarán cancelándose. Este segundo caso, muy similar al propuesto por Hicks (1950), fue descartado por Kalecki, ya que sostenía que raramente se alcanzaba un punto tal en el que la capacidad productiva esté siendo usada totalmente. La aceptación del primer caso es otra variante de las condiciones de estabilidad usuales de los modelos de crecimiento, i.e. el ahorro debe reaccionar de manera más fuerte al incremento de la actividad que la inversión.

En la TDE, Kalecki expresó que en la depresión ocurren movimientos análogos, aunque no se exployó mucho más. Sin embargo, en “El Mecanismo del Ciclo Económico”, un artículo de 1935 reimpresso en los Ensayos Escogidos, desarrolla un argumento en líneas marxianas. En una economía que se estabilizó en el fondo de una depresión, las necesidades de inversión son superiores a la inversión real, por lo que el equipo de capital se desgasta y se vuelve inutilizable. Es este mismo proceso el que, luego de un periodo prolongado, inicia la recuperación, ya que sube el uso de capacidad y por ende la tasa de ganancia, subiendo a continuación la inversión. Cabe notar en este caso que la recuperación no se dará a partir de una mayor demanda de bienes de consumo, sino que estará impulsada por la inversión. No obstante, no queda muy claro porque aumentos de la tasa de ganancia deberían traducirse en incremento de la inversión cuando se tiene un pasado reciente de baja actividad, depresión (y muy probablemente, varias quiebras) y no existen motivos para suponer que esa situación se revertirá.

Para una mejor comprensión, se presentan la figura 1 y la tabla 1, donde se muestra la diferencia entre las decisiones de inversión y la inversión real. La clasificación entre recuperación, auge, recesión y depresión se establecen sobre la

previamente financiamiento externo, el mismo tendería a bajar por la cancelación de los préstamos,

evolución de la inversión real, y ambas variables están expresadas en términos de su desviación del nivel de inversión equivalente a la tasa constante de depreciación. Los puntos son referidos a la figura 1.

[INSERTAR FIGURA 1]

[INSERTAR TABLA 1]

Kalecki hizo un detallado y extenso análisis de las restricciones financieras que enfrenta una empresa y como consecuencia de ello subrayó la importancia de los ahorros internos, constituidos por ganancias retenidas, como fuente de financiamiento para la inversión. Sin embargo, como diversos autores han notado, en su modelo del ciclo Kalecki supone una oferta elástica de crédito (Sawyer, 2001)¹⁶. De hecho, en diversos papers anteriores donde expresó consideraciones acerca de la respuesta de los bancos ante un incremento de la inversión, Kalecki afirmaba que de no existir una respuesta elástica de los créditos ante dicho aumento, sino que actuaran subiendo la tasa de interés, no habría tal expansión de la inversión (Kalecki, 1971, p. 40-41)¹⁷. Interesantemente, Kalecki respaldaba este supuesto en el comportamiento estable de la tasa de interés de largo plazo¹⁸. Esta, determinada por expectativas acerca del comportamiento futuro de la tasa de interés de corto plazo y de las posibles ganancias de capital, tiende a tener una relación directa con las ganancias corrientes, por lo que fue excluida de las ecuaciones anteriores. Sobre este punto, son remarcables las coincidencias con la teoría de preferencia por la liquidez¹⁹.

IV. El financiamiento y el crédito en el ciclo

contrapartida de la menor reinversión de utilidades.

¹⁶ Como Seccareccia (1992) nota, Keynes hizo el mismo supuesto en sus modelos del ciclo económico en el Tratado sobre el Dinero.

¹⁷ Para un análisis más extenso de los aspectos monetarios en la teoría de Kalecki, ver entre otros Dymski (1996) y Sawyer (2001).

¹⁸ Uno de los principales críticos de Kalecki en esta cuestión es Davidson (ver entre otros, 2000). Por el contrario, la existencia de una relación inversa entre la tasa de interés y la inversión agregada es cuestionada, tanto desde un punto de vista empírico como teórico, por Petri (1997), quien afirma que tal relación, si es que existe, es muy débil como para ser considerada un determinante importante de la inversión.

¹⁹ Dymski (1996) afirma que la diferencia entre Kalecki y Keynes radica en que el primero tiene en cuenta a inversores corporativos, mientras que Keynes se refiere a rentistas. Una diferencia mayor,

Es preciso realizar algunos supuestos antes de empezar a realizar el análisis: en particular, se asumirá que las decisiones de inversión corresponden en su totalidad a requerimientos de crédito de corto plazo. Más importante aún resulta identificar lo que entendemos por una Teoría Monetaria de la Producción. En este trabajo, la denominamos (sin ninguna pretensión de originalidad) como aquella que relaciona decisiones de gasto y gasto efectivo con movimientos y transacciones de carácter financiero. En este sentido, se afirma que el crédito se encuentra integrado a la producción.

A fin de analizar la evolución del crédito en el ciclo económico tal como fue expuesto por Kalecki, es primordial estudiar primero la evolución de las decisiones de inversión y su diferencia con la evolución de la inversión real. Como ya se ha afirmado, son las primeras las que dan inicio al circuito económico y las que guían la creación del crédito.

Como se observa en la figura 1, las decisiones de inversión son superiores a los desembolsos efectivos para inversión a lo largo de casi toda la etapa de movimiento ascendente de estos últimos, salvo para una etapa cercana al tope del auge, donde resultan inferiores, y viceversa para la etapa de la caída. ¿Qué descripción se puede realizar de esto?

Supongamos que estamos en el punto H, en el que las decisiones de inversión están en un mínimo, y que se produce un shock exógeno que hace mejorar las expectativas a futuro, impulsando a los empresarios a invertir. Estos demandan crédito de corto plazo para empezar a producir, el que es satisfecho por los bancos comerciales. Más adelante se expondrán argumentos para justificar este comportamiento de los bancos.

El gasto agregado comienza a aumentar por el lado del consumo, pero no de la inversión, que continúa cayendo en esta etapa. Esto es así porque la recuperación tiene lugar con las empresas produciendo con el mismo stock de capital, además de que el consumo nuevo sea muy probablemente abastecido en un primer momento con una disminución de las existencias.

A medida de que este nuevo consumo tiende a elevar las ganancias, las empresas tienden a incrementar su producción. Es de esperar que estas ganancias extras no sean destinadas a la cancelación de los préstamos obtenidos al comienzo de este

aunque igualmente sin importancia, es el mayor número de instrumentos financieros que abarca Kalecki, lo cual se deriva del mayor periodo de tiempo que abarca.

circuito, ya que las condiciones recientes observadas y las perspectivas a futuro inspirarán a las empresas a dedicarlas a fines productivos, mientras que los bancos no desean cancelar una relación justo cuando se avizora una etapa promisoriosa para todos. De hecho, el propio crédito de corto plazo tiende a aumentar, acompañando (o mejor dicho, financiando) el incremento de la producción, lo que lleva asociado un aumento del empleo, del consumo y de los depósitos. Recién cuando la economía se haya puesto en marcha empezará a crecer las decisiones de inversión en capital fijo. Estas consecuencias tienden a apoyar la idea de una economía guiada por los salarios, en la que el nivel y evolución de la demanda interna debe ser incluida como el principal determinante de la inversión en capital fija, particularmente en las peores etapas de las recesiones.

Este argumento está enmarcado en una economía cerrada y debe ser reconsiderado en el contexto de una economía abierta, aunque hay varios motivos para que mantengan un importante grado de validez. Suponiendo que el shock mencionado sea un shock externo (suba del precio de las exportaciones o una devaluación, por ejemplo), uno dudaría en afirmar que dicho efecto dinamizador sobre la producción no es contrarrestado (o cuanto menos atenuado de forma considerable) por la restricción de la demanda interna a través de la constricción del salario real, una medida muy común utilizada con el fin de no perder competitividad en el mercado externo. Obviamente, este incremento en la competitividad externa puede darse por varios factores, particularmente el incremento en la productividad a causa de las innovaciones. Sin embargo, las innovaciones más estimulantes para la producción no sólo de una empresa, sino de la economía nacional en su conjunto, tienden a ser las que requieren un mayor desembolso de capital, los cuales suelen ser efectuados en momentos en que se prevé un incremento prolongado en la demanda, no en el piso de una depresión. Esto es así porque las condiciones de financiamiento a largo plazo suelen ser muy difíciles en esas fases. Esta es otro argumento más para enfatizar la importancia de la demanda interna, y en particular el consumo, como impulsora de la inversión.

Las inversiones en capital fijo se empiezan a recuperar, las maquinarias son producidas y entregadas y suben las ganancias. En esta etapa, que en nuestro esquema va desde el punto j hasta el c' , aumenta el endeudamiento de las empresas, pero a medida que las ordenes de inversión son satisfechas y se recupera el flujo de caja, aumenta la parte del ingreso ahorrado por las empresas, a fin de cancelar o garantizar el pago de ese mayor nivel de endeudamiento. Además, deben limitar sus decisiones de

gasto, a fin de ir mejorando el flujo de caja y los indicadores de solvencia. Todo esto lleva a que las decisiones de inversión tiendan a estancarse, y luego a disminuir. Por un tiempo, entre c y e, la inversión real continuará su movimiento ascendente, por el costo de cancelar encargos de maquinarias ya efectuados, pero en un momento empezarán a caer, lo que agudizará la caída de las decisiones de inversión, por la baja del ingreso y las correspondientes dificultades a la hora de cancelar las deudas, mientras que bajará el grado de utilización de la capacidad.

¿Cuál es el factor que puede volver a reanimar las decisiones de inversión e iniciar la recuperación? En la realidad hay muchos, y ninguna teoría o modelo puede incluir a todos. Aquí nos interesa resaltar algunos. Por el lado de los bancos, en cierto momento de la fase descendente podrían flexibilizar los requerimientos de acceso al crédito, particularmente el de corto plazo, ya que la política de recuperación de la liquidez de la fase recesiva del ciclo bajó sus ingresos y beneficios, por lo que deberían impulsar una política más agresiva de crédito, aunque en principio enfocada en el corto plazo, por la incertidumbre respecto al futuro.

Pero como hemos afirmado, el crédito no es guiado por la oferta, sino por la demanda. El principal argumento de Kalecki para explicar esto se refiere al desgaste del capital (sin utilizar), que tiende a subir, ceteris paribus, la tasa de ganancia (Kalecki, 1954, p. 128-129). Asimismo, el mismo argumento relativo a la reinversión incompleta de utilidades puede utilizarse para la fase descendente, al proporcionar un piso para las decisiones de inversión, lo que sumado al desgaste del equipo de capital puede impulsar un periodo de recuperación, aunque tibio. Pero como dijo Joan Robinson, en esta clase de modelos el argumento para una recuperación automática de una recesión es bastante débil (Robinson, 1977) y uno debería utilizar factores exógenos para generar dicha recuperación, como por ejemplo el gasto gubernamental.

V. **Conclusión**

En este paper, hemos tratado de integrar dos grandes aportaciones de Keynes y Kalecki, que tienden a conformar una sólida base para extender la Teoría Monetaria de Producción desarrollada por Keynes, en particular en los artículos publicados en el *Economic Journal* luego de la Teoría General, al mediano y largo plazo. La base de esta conjunción es la diferenciación efectuada por ambos entre decisiones de inversión e

inversión real, si bien ambos enfatizaron dos aspectos distintos de esta separación, aunque complementarios.

Por un lado, Kalecki consideró esta diferencia desde un aspecto principalmente ingenieril, técnico. Por su parte, Keynes prestó especial atención al financiamiento requerido para llevar a la práctica esas decisiones. En ese sentido, las fuentes principales de financiamiento para este crédito (de corto plazo) es el sistema financiero, particularmente los bancos comerciales. El esquema de circulación presentado por la escuela circuitista es una muy buena base para la exposición del papel de los bancos en este contexto.

Kalecki tenía en mente esta explicación, pero a causa de su énfasis en las fuentes de financiamiento internas a las empresas, omitió los aspectos relacionados al financiamiento externo de las decisiones de inversión. La inclusión de los mismos en su teoría del ciclo económico, tema al que dedicó la mayor de sus atenciones, sienta la base para un análisis dinámico de las economías modernas, en el que las relaciones crediticias son inseparables del funcionamiento y evolución de la actividad económica.

VI. BIBLIOGRAFIA

Besomi, D. (2005): *Formal modelling vs. insight in Kalecki's theory of the business cycle*, paper presentado en la Conferencia "The History of Macroeconomics", Louvain-la-Neuve, 20-22/1/2005.

Davidson, P. (2002): *There are major differences between Kalecki's theory of employment and Keynes's general theory of employment, interest and money*, Journal of Post Keynesian Economics, Vol 23 N° 1.

Dymski, G. (1996): *Kalecki's monetary economics*, en J.E. King (ed.): *An Alternative Macroeconomic Theory: the Kaleckian Model and Post Keynesian Economics*, Kluwer Academic Publishers, Boston.

Fazzari, S., Hubbard, G. & Petersen, B. (1987): *Financing constraints and corporate investment*, NBER Working Paper N° 2387.

Fazzari, S. & Petersen, B. (1993): *Working capital and fixed investment: new evidence on financing constraints*, Rand Journal of Economics, Vol. 24.

Feiwel (1987 [1975]): *Michal Kalecki, Contribuciones a la Teoría de la Política Económica*, Fondo de Cultura Económica, México.

- Graziani, A. (1985): *Le débat sur le 'Motif de Financement' de J.M. Keynes*, citado en Rochon (1997).
- Hicks, John R. (1937), *Mr. Keynes and the 'classics': a suggested interpretation*, *Econometrica*, vol. 5.
- (1950): *A Contribution to the Theory of the Trade Cycle*, Clarendon Press, Oxford.
- Kalecki, M. (1956 [1954]): *Teoría de la Dinámica Económica*, Fondo de Cultura Económica, México.
- (1977 [1971]): *Ensayos Escogidos Sobre Dinámica de la Economía Capitalista*, Fondo de Cultura Económica, México.
- Keynes, J.M. (2001 [1936]): *Teoría General de la Ocupación, el Interés y el Dinero*, Fondo de Cultura Económica, Buenos Aires.
- (1937a): *Alternative theories of the rate of interest*, *The Economic Journal*, Vol. 47, N° 186 (June).
- (1937b): *The "Ex Ante" theory of the rate of interest*, *The Economic Journal*, Vol. 47, N° 188 (December).
- Lavoie, M. (1992): *Foundations of Post-Keynesian Economic Analysis*, Edward Elgar, Aldershot.
- , (1996): *Horizontalism, structuralism, liquidity preference and the principle of increasing risk*, *Scottish Journal of Political Economy*, Vol. 43, N° 3.
- Moore, B. (1988): *Horizontalists and Verticalists: The Macroeconomics of Credit Money*, Cambridge University Press, Cambridge.
- Pasinetti, L. (1978): *Crecimiento Económico y Distribución de la Renta*. Ed. Alianza, Madrid.
- Petri, F. (1997): *On the theory of aggregate investment as a function of the rate of interest*, *Quaderni del Dipartimento di Economia Politica* N° 215, Università degli Studi di Siena.
- Rochon, L.P. (1997): *Keynes's finance motive: a re-assessment. Credit, liquidity preference and the rate of interest*, *Review of Political Economy*, Vol. 9, N° 3.
- Sawyer, M. (1985): *The Economics of Michal Kalecki*, MacMillan, London.
- , (2001): *Kalecki on money and finance*, *European Journal of the History of Economic Thought*, Vol. 8, N°4.
- Seccareccia, M. (1992): *Aspects of a new conceptual integration of Keynes's Treatise on Money and the General Theory*, disponible en <http://aix1.uottawa.ca/~robinson/Seccareccia/WORKING.htm>

Cuadro 1

	i_t (1)	$\frac{\Delta i_{t-\theta}}{\Delta t}$ (2)	$D_t = i_{t+\theta}$ (3)	(3)-(1)	Etapa del ciclo
A	-	+	0	+	Recuperación
B	0	+	+	+	Auge
C	+	+	+	+	Auge
D	+	-	+	0	Auge
E	+	-	+	-	Auge (tope)
F	+	-	0	-	Recesión
G	0	-	-	-	Depresión
H	-	-	-	-	Depresión
I	-	-	-	0	Depresión
J	-	+	-	+	Depresión (piso)
A'	-	+	0	+	Recuperación

Figura 1

