

---

# TEORÍAS ALTERNATIVAS DE LA TASA DE INTERÉS

---

John Maynard Keynes\*

## I

Creo tener una diferencia de opinión, sutil pero de gran importancia, con un grupo de economistas que concuerda conmigo en abandonar la teoría de que la tasa de interés es “determinada por la condición de que iguala la oferta y la demanda de ahorros o, en otras palabras, que iguala el ahorro y la inversión” (en palabras del profesor Ohlin)<sup>a</sup>. El objetivo de la primera sección es puntualizar esa diferencia.

En la teoría de la tasa de interés basada en la preferencia de liquidez que expuse en mi *Teoría general del empleo, el interés y el dinero* depende de la oferta actual de *dinero* y de la demanda actual de dinero en términos de exigibilidades de dinero futuras. Esto se podría simplificar diciendo que la tasa de interés depende de la demanda y la oferta de dinero, pero sería equívoco porque oscurece la respuesta a la pregunta: ¿demanda de dinero en qué términos? Deduzco que en la teoría alternativa, la cual defienden el profesor Ohlin y su grupo de economistas suecos, los señores Robertson y Hicks, y quizá muchos otros, depende (dicho brevemente) de la demanda y la oferta de *crédito* o, alternativamente, de *préstamos* (palabra que significa lo mismo), a diferentes tasas de interés. Como veremos en citas posteriores, algunos

\* Tomado de *The Economic Journal* 47, 186, 1937, pp. 241-252. Traducción de Alberto Supelano. Fecha de recepción: 27-10-2016, fecha de aceptación: 27-04-2017. Sugerencia de citación: Keynes, J. M., “Teorías alternativas de la tasa de interés”, *Revista de Economía Institucional* 19, 36, 2017, pp. 335-346 doi: <https://doi.org/10.18601/01245996.v19n36.14>.

<sup>a</sup> Keynes se refiere a la segunda parte del artículo de Bertil Ohlin que apareció en el mismo número de esa revista, de la cual Keynes fue editor durante más de 30 años: Ohlin, B. “Some notes on the Stockholm theory of savings and investments II”, *The Economic Journal*, 47, 186, 1937, pp. 241-252, cuya primera parte se publicó en el número anterior: 47, 185, 1937, pp. 53-69 [N. del T.].

autores creen que mi teoría, considerada en su conjunto, es idéntica a la suya aunque expresada en forma algo diferente<sup>1</sup>. No obstante, creo que las dos teorías son radicalmente opuestas. Las citas siguientes ilustran el tema en discusión.

El profesor Ohlin, en el artículo citado<sup>2</sup>, es quien ha hecho la exposición más completa de esa teoría. Por simplicidad, citaré el pasaje que me parece esencial. El lector podrá compararlo fácilmente con el texto completo:

La tasa de interés es simplemente el precio del crédito y, por tanto, es determinada por la oferta y la demanda de crédito. El sistema bancario —mediante su capacidad de otorgar crédito— *puede* influir en el nivel del interés, y en cierta medida lo afecta [...]

*Ex post*, la cantidad total de crédito nuevo durante el periodo es igual a la suma total de ahorros individuales positivos. (Por supuesto, se dice que una persona que usa sus propios ahorros se da crédito a sí misma; esta oferta y esta demanda se compensan entre sí y no ejercen ninguna influencia en el precio del crédito). Existe entonces una conexión entre la tasa de interés —el precio del crédito— y el proceso de la actividad económica, del que hace parte el flujo de ahorro.

Para explicar cómo se determina en realidad la tasa de interés necesitamos, sin embargo, un análisis causal que se desarrolle principalmente en términos *ex ante*. ¿Qué determina la demanda y la oferta de crédito? Hay dos formas posibles de razonamiento. La *neta*, que solo considera el crédito *nuevo*, y la *bruta*, que incluye los créditos *viejos* pendientes. Durante un periodo dado, la disposición de ciertos individuos a *incrementar* sus tenencias de bonos y otro tipo de activos, *menos* la disposición de otros a *reducir* sus tenencias correspondientes, da lugar a la curva de oferta de las diferentes clases de crédito nuevo durante el periodo. *Naturalmente, las cantidades que cada individuo está dispuesto a ofrecer dependen de la tasa de interés* [estas cursivas son mías]. En otras palabras, se trata de decisiones entre alternativas de compra y venta. En forma similar, la oferta total de títulos *nuevos*, *menos* la reducción del volumen pendiente de títulos *viejos*, genera la demanda —también función de la tasa de interés— de los diferentes tipos de crédito durante el periodo. Los precios de

<sup>1</sup> El profesor Ohlin señala una diferencia “en un aspecto esencial”, pero la encuentra en un punto de su argumento muy posterior al que considero fundamental. De hecho, nuestras divergencias empiezan en el planteamiento del problema.

<sup>2</sup> Como este artículo está precedido por el del profesor Ohlin, para evitar malentendidos debo decir que solo pretendo discutir una pequeña parte de sus argumentos, muchos de los cuales acepto al menos en parte. En particular, espero discutir en otro escrito lo que la escuela sueca llama convenientemente conceptos *ex post* y *ex ante*. Pero aprovecho esta oportunidad para disculparme si alguna vez he hecho suponer al lector que, como parece pensar el profesor Ohlin, considero a los señores Hawtrey y Robertson como ¡economistas clásicos! Al contrario, ellos salieron del redil antes que yo. Considero al señor Hawtrey como mi abuelo y al señor Robertson como mi padre en los caminos de búsqueda y me han influido fuertemente. Aceptaría el llamado del profesor Ohlin a adoptar a Wicksell como mi bisabuelo si hubiera conocido su obra con mayor detalle y en una etapa más temprana de mi reflexión y si no hubiera percibido que Wicksell *intentaba* ser “clásico”. Hasta donde estoy enterado, encuentro —en retrospectiva— que el profesor Irving Fisher fue el bisabuelo que me indujo a considerar el dinero como un factor “real”.

mercado de los diferentes activos y, por tanto, la tasa de interés son determinados por la oferta y la demanda en la forma usual (pp. 220 y 224-225).

Antes de analizar este pasaje conviene citar a los señores Hicks y Robertson. El primero, en una reseña de mi libro en el *Economic Journal* (junio de 1936, 245)<sup>b</sup>, dice:

La manera particular que adoptó el señor Keynes para exponer este asunto es su doctrina de la “preferencia de liquidez”. El individuo puede elegir entre mantener dinero o prestarlo, una elección que se puede representar mediante una curva de demanda que muestra la cantidad de dinero que desea mantener a diferentes tasas de interés. La tasa de interés se fija en el nivel en que la demanda y la oferta de dinero son iguales.

Parece una doctrina muy revolucionaria, pero pienso que no lo es tanto como parece. En el corto plazo, la diferencia entre el valor de las cosas que un individuo adquiere (incluyendo el dinero) –aparte de regalos– debe ser igual al cambio en su deuda neta (deudas más acreencias). Eso mismo se puede aplicar a la firma. Por tanto, si la demanda de una mercancía o factor es igual a la oferta, y si la demanda de dinero es igual a la oferta de dinero, por simple aritmética se deduce que la demanda de préstamos debe ser igual a la oferta de préstamos (cuando esta última se interpreta en forma apropiada). De modo análogo, si las ecuaciones de oferta y demanda de mercancías, factores y préstamos se cumplen, la demanda de dinero es automáticamente igual a la oferta de dinero.

El método usual de la teoría económica sería considerar que cada precio es determinado por la ecuación de oferta y demanda de la mercancía o factor correspondiente, y la tasa de interés determinada por la demanda y la oferta de préstamos. Si procedemos así, la ecuación de oferta y demanda es redundante, pues se deduce de las anteriores. Afortunadamente no es necesaria, porque el conjunto de precios se puede determinar sin ella. También podríamos proceder de otro modo. Igual que antes, podríamos asignar a cada mercancía o factor su ecuación de oferta y demanda, y a la tasa de interés la ecuación de oferta y demanda de dinero. Si procedemos así la ecuación de préstamos se vuelve redundante, pues se deduce de las anteriores. Por tanto, el “ahorro” y la “inversión” son automáticamente iguales.

Este último es el método del señor Keynes. Es un método perfectamente legítimo, pero no prueba que los demás son erróneos. La elección entre ellos es una pura cuestión de conveniencia.

No es tan claro como el profesor Ohlin, pues no define el significado de “demanda y oferta de préstamos”. Pero como el señor Hicks señala expresamente que en este contexto está influido por las ideas de los economistas suecos, asumo que dice lo mismo que el profesor Ohlin.

La cita del señor Robertson se encuentra en sus comentarios a mi libro publicados en el *Quarterly Journal of Economics* (noviembre de 1936)<sup>c</sup>, especialmente en las páginas 175-183, donde concluye:

<sup>b</sup> Hicks, J. R. “Keynes’ theory of employment”, *The Economic Journal* 46, 182, 1936, pp. 238-253 [N. del T.].

<sup>c</sup> Robertson, D. H. “Some notes on Mr. Keynes’ monetary theory of unemployment”, *The Quarterly Journal of Economics* 51, 1, 1936, pp. 168-191 [N. del T.].

Por tanto, la explicación que propone el señor Keynes no es una refutación de la explicación de sentido común de los fenómenos en términos de oferta y demanda de fondos prestables, sino una versión alternativa de ella. Su terminología me parece desafortunada porque desvía la atención del factor que resulta ser de importancia decisiva en las últimas etapas de una expansión monetaria<sup>3</sup>.

El señor Robertson no dice dónde encontrar la “explicación de sentido común de los fenómenos en términos de oferta y demanda de fondos prestables”, aparte de una nota de pie de página que remite al pasaje del señor Hicks antes citado. Considero, entonces, que acepta un tratamiento más o menos similar al de ese pasaje. En lo que sigue supongo que la teoría del profesor Ohlin sintetiza la línea general del enfoque en cuestión.

Retomemos su argumento. Las diferentes formas de activos tendrán unos precios monetarios que los hagan igualmente atractivos para el poseedor marginal, considerando todas las circunstancias. Según su definición, la oferta bruta de crédito es entonces el valor monetario agregado así establecido de todos los activos existentes, mientras que la oferta neta de crédito durante un periodo dado es, del mismo modo, el valor monetario del incremento de todos los activos durante el periodo. El profesor Ohlin sostiene que esta cantidad —es decir, la oferta neta de crédito— mide la disposición neta de los individuos a aumentar su tenencia de títulos y activos. “Naturalmente —continúa— las cantidades que cada individuo está dispuesto a ofrecer dependen de la tasa de interés”. Pero ¿qué significa esto? *La oferta neta de crédito*, así definida, es exactamente lo mismo que la cantidad de ahorro; y la conclusión es exactamente igual a la de la doctrina clásica: la cantidad de ahorro depende de la tasa de interés.

¿Qué pasa con la demanda de crédito? “De manera similar —explica el profesor Ohlin— la oferta total de *nuevos* títulos *menos* la reducción del volumen pendiente de títulos *viejos* genera la demanda —también función de la tasa de interés— de los diferentes tipos de crédito durante el periodo”. En otras palabras, la demanda neta de crédito a diferentes tasas de interés es exactamente lo mismo que la cantidad de inversión neta a diferentes tasas de interés.

Por último, el profesor Ohlin concluye: “los precios de mercado de los activos y, por tanto, la tasa de interés, son determinados por la oferta y la demanda en la forma usual”. Así estamos de vuelta a la doctrina clásica que el profesor Ohlin acaba de repudiar, es decir, que la tasa de interés se fija en el nivel donde la oferta de crédito, en forma de ahorro, es igual a la demanda de crédito, en forma de inversión.

<sup>3</sup> Es decir, la influencia de la productividad.

Aquí cabe la misma objeción que el profesor Ohlin hizo al comienzo de su artículo: “Es obvio que la tasa de interés no puede –con la terminología utilizada más atrás– ser determinada por la condición de que iguala la oferta y la demanda de ahorros o, en otras palabras, que iguala el ahorro y la inversión. Porque el ahorro y la inversión son iguales *ex definitione*, cualquiera que sea el nivel de interés existente en el mercado” (p. 221). Pues –también con la terminología usada más atrás– la oferta y la demanda netas de crédito son iguales *ex definitione*, sea cual sea el nivel de interés existente en el mercado.

Lo que acabo de citar está muy lejos de mi afirmación de que la tasa de interés es –estrictamente hablando– un fenómeno *monetario*, en el sentido especial en que lo es la *tasa interés propia* del dinero (*Teoría general*, 223), es decir, que iguala las ventajas de mantener efectivo corriente y exigibilidades diferidas de efectivo.

## II

¿Qué es lo que hace plausible para tanta gente la teoría de la tasa de interés basada en “la oferta y la demanda de crédito”? ¿Por qué el profesor Ohlin inicia su exposición diciendo: “Para explicar cómo se determina en realidad la tasa de interés necesitamos, sin embargo, un análisis causal que se desarrolle principalmente en términos *ex ante*”, aunque la distinción entre *ex ante* y *ex post* desaparece en el resto de su argumentación?

Sugiero que, además de las que acabamos de exponer, puede haber otras dos fuentes de confusión. La primera tiene que ver con la ambigüedad del término “crédito”. Para el profesor Ohlin es la oferta total de préstamos de todas las fuentes. Pero para otros autores es la oferta de préstamos *bancarios*. Ahora bien, aunque los cambios en la cantidad de préstamos bancarios pueden ser –en ciertas condiciones– iguales a los cambios en la cantidad de dinero bancario, la semejanza entre esto y mi teoría es apenas superficial. Pues aquello se refiere a los cambios en la *demanda de préstamos bancarios* mientras que yo me refiero a los cambios en la *demanda de dinero*; y quienes desean mantener dinero solo se traslapan en forma parcial y temporal con quienes desean endeudarse con los bancos. Sin embargo, no me propongo analizar en detalle esta segunda fuente de confusión: en parte, porque da lugar a un conjunto de temas que tienen interés e importancia en sí mismos y, en parte, porque no me es del todo claro qué tienen en mente quienes creen –si los hay– que la tasa de interés depende de la demanda de préstamos bancarios nuevos. Prefiero esperar hasta que

alguien explique esta teoría –si existe dicha teoría– tan claramente como el profesor Ohlin explicó la suya.

Paso a una posible tercera fuente de confusión, debida al hecho (que puede merecer más énfasis del que le di antes) de que una *decisión* de inversión (la inversión *ex ante* del profesor Ohlin) a veces puede involucrar una demanda temporal de dinero antes de que se lleve a cabo, muy diferente de la demanda de saldos activos que se crea mientras se ejecuta dicha inversión. Dicha demanda puede surgir de la manera siguiente.

La inversión planeada –es decir, la inversión *ex ante*– necesita asegurar su “provisión financiera” *antes* de que se ejecute la inversión; es decir, antes de que se produzca el ahorro correspondiente. Es, por decirlo así, como si una porción particular de ahorro tuviera que ser asignada a una porción particular de inversión antes de que se produzca cualquiera de las dos, y antes de que se sepa quién va a hacer esa porción particular de inversión, por alguien que no va a hacer ese ahorro. Por consiguiente, tiene que haber una técnica para cerrar la brecha entre el momento en que se toma la *decisión* y el momento en que se producen realmente la inversión y el ahorro correlativos.

Este servicio puede ser prestado por el mercado de títulos nuevos o por los bancos, lo que es indiferente<sup>4</sup>. Aunque el empresario haga uso de la provisión financiera que organizó de antemano *pari passu* con su gasto efectivo en inversión, bien sea sincronizando los pagos a plazos de sus títulos nuevos y los desembolsos que debe hacer, o con sobregiros de su banco, sigue siendo cierto que los compromisos del mercado serán superiores al ahorro generado hasta la fecha y que hay un límite a la extensión de los compromisos que el mercado está dispuesto a cubrir por anticipado<sup>5</sup>. Pero si previamente acumula saldos de efectivo (lo que puede ocurrir con más probabilidad cuando se financia vendiendo títulos que cuando depende de los bancos), la acumulación de decisiones de inversión no ejecutadas o en proceso de ejecución puede ocasionar una demanda extra especial de efectivo. Para evitar la confusión con el sentido que le da el profesor Ohlin, a esta provisión anticipada de efectivo requerida por las decisiones corrientes de inversión la llamaré “financiación”. En este sentido, la financiación de la inversión es, por supuesto, solo un caso especial de la financiación requerida por cualquier proceso productivo; pero

<sup>4</sup> No es indiferente para quienes sostienen que la tasa de interés depende de la demanda y la oferta de préstamos bancarios nuevos, que difieren de préstamos en general. Pero ahora no estoy discutiendo ese asunto.

<sup>5</sup> Michal Kalecki señala este punto en la página 85 de “A theory of the business cycle”, *Review of Economic Studies* 4, 2, 1937, pp. 77-97.

como está sujeta a fluctuaciones peculiares debería haberle puesto más énfasis –lo pienso ahora– del que le puse cuando analicé las diversas fuentes de demanda de dinero. Se podría decir que está a medio camino entre los saldos activos y los saldos inactivos. Si la inversión se realiza a un ritmo constante, la financiación (o los compromisos de financiación) requerida puede ser proporcionada por un fondo rotatorio de monto más o menos constante, del que un empresario obtiene su financiación para la inversión proyectada a medida que otro agota la suya pagando sus inversiones terminadas. Pero si las decisiones de inversión están creciendo (p. ej.), la financiación extra involucrada constituye una demanda adicional de dinero.

Ahora bien, la presión para asegurar una financiación mayor que la usual puede afectar fácilmente la tasa de interés mediante su influencia en la demanda de dinero y, a menos que el sistema bancario esté dispuesto a aumentar la oferta de dinero, la falta de financiación puede convertirse en un obstáculo para que sea viable al mismo tiempo más de cierta cantidad de decisiones de inversión. Pero la “financiación” nada tiene que ver con el ahorro. En la etapa “financiera” del proceso nadie ha hecho un ahorro neto porque no se ha hecho inversión neta alguna. La “financiación” y los “compromisos de financiación” son operaciones contables, meros asientos de créditos y débitos que permiten que los empresarios prosigan con seguridad.

Quizá por ello surgió la confusión entre crédito en el sentido de “financiación”, crédito en el sentido de “préstamos bancarios” y crédito en el sentido de “ahorro”. Aquí no me refiero al segundo. Debo señalar que confundir el primero con el último es confundir un flujo con un acervo. El crédito, en el sentido de “financiación”, alude al flujo de inversión. Es un fondo rotatorio que se puede utilizar una y otra vez. No absorbe ni agota recursos. La misma “financiación” puede cubrir una inversión después de otra. Pero, el crédito, en el sentido de “ahorro” del profesor Ohlin, se refiere a un acervo. Cada nueva inversión neta viene atada a un nuevo ahorro neto. El ahorro solo se puede usar una vez. Representa la ampliación neta del acervo de activos reales.

Si por “crédito” entendemos “financiación”, no tengo ninguna objeción para admitir que la demanda de financiación es uno de los factores que afectan la tasa de interés. Pues, como vimos, la “financiación” constituye una demanda adicional de efectivo contra una exigibilidad diferida. Es una demanda de dinero, en sentido literal. Pero la financiación no es la única fuente de demanda de dinero y los términos en que es suministrada, bien sea a través de los bancos o del mercado de títulos nuevos, deben ser más o menos similares a

los requeridos para satisfacer otras demandas de dinero. Por tanto, la prima de liquidez sobre el efectivo que rige en el mercado es la que determina la tasa de interés a la que se puede obtener la financiación.

El análisis anterior es útil para mostrar en qué sentido una fuerte demanda de inversión puede agotar el mercado y verse frenada por la falta de servicios “financieros” en términos razonables. En gran medida, los servicios “financieros” regulan el *ritmo* de la inversión nueva. Algunas personas consideran paradójico que, hasta el nivel de pleno empleo, ninguna cantidad de inversión efectiva, por grande que sea, puede agotar y exceder la oferta de ahorros, y que siempre mantengan exactamente el mismo ritmo<sup>6</sup>. Si esto parece paradójico es porque se confunde con el hecho de que, si el sistema bancario no está dispuesto a aumentar la oferta de dinero y la oferta de los tenedores actuales es inelástica, la presión de un número de inversiones en ejecución demasiado grande puede agotar del todo la financiación disponible. En la práctica, la oferta de financiación disponible es la que, de vez en cuando, impulsa la emisión de “títulos nuevos”. Pero si el sistema bancario decide proporcionar la financiación, y se ejecuta la inversión planeada correspondiente a esos títulos nuevos, se generará el nivel de ingresos adecuado para que haya una cantidad de ahorro exactamente igual a la de la inversión nueva. De hecho, el control de la financiación es un método eficaz, aunque a veces peligroso, para regular la tasa de inversión (aunque mucho más eficaz para frenarla que para estimularla). Pero esta es solo una expresión más del poder que ejercen los bancos a través del control de la oferta de dinero, es decir, de liquidez.

### III

La teoría que predominaba antes de 1914 (para mencionar una fecha) consideraba que la tasa de interés es el factor que asegura la igualdad entre el ahorro y la inversión. Nunca se sugirió que el ahorro y la inversión pudieran diferir. Hasta donde sé, esa idea se planteó por vez primera en ciertas teorías de la posguerra. De modo que al sostener que el ahorro es igual a la inversión estoy volviendo a la antigua ortodoxia. La novedad de mi tratamiento del ahorro y la inversión no consiste en sostener su necesaria igualdad a nivel agregado sino en

<sup>6</sup> Aunque, por supuesto, una inversión efectiva particular puede ser, por varias razones, menor que la inversión que se pensó realizar en un periodo anterior. (Es difícil precisar esto porque la inversión agregada *ex post* en cualquier periodo no se puede relacionar o comparar con la inversión agregada *ex ante* de una fecha anterior específica). Tampoco puedo atribuir ningún sentido razonable al concepto de ahorro *ex ante*.

afirmar que no es la tasa de interés sino el nivel del ingreso (junto con otros factores) lo que asegura esta igualdad.

Sin embargo, debo aprovechar la oportunidad para aclarar un malentendido –presente en las críticas del señor Hawtrey a mi obra y en su *Capital y empleo*<sup>d</sup>– que, de hecho, ocupa gran parte de ellas. A pesar de mis esfuerzos por explicarle lo contrario, el señor Hawtrey está convencido de que definí el ahorro y la inversión de modo que no solo fueran *iguales* sino *idénticos*. Él piensa que “son dos nombres diferentes de la misma cosa” (p. 174) y que, en cualquier frase en que figure la palabra “inversión”, se podría sustituir por la palabra “ahorro” sin cambiar el significado (p. 184). Habría sido fácil que el señor Hawtrey hiciera el experimento. Quizá el contraejemplo más simple sea el de los pasajes donde hablo de ahorro individual, porque solo el ahorro y la inversión agregados son iguales. O en los pasajes donde explico que los actos de ahorro y los actos de inversión son casi siempre realizados por personas diferentes.

El ahorro y la inversión agregados, en el sentido en que los definí, son necesariamente iguales, así como las compras agregadas de un bien en el mercado son iguales a las ventas agregadas. Pero esto no significa que “comprar” y “vender” sean términos idénticos, y que las leyes de la oferta y la demanda carezcan de sentido. O, de nuevo, son iguales del mismo modo en que –según la definición del señor Hawtrey– el ahorro agregado es igual al capital desembolsado más el incremento del capital de trabajo.

En la primera parte de mi libro dediqué mucho espacio al análisis y la definición de ingreso, ahorro, inversión y otros términos. Esto se justifica y se explica por la gran confusión que ha rodeado a estos términos en las discusiones recientes y por la sutileza de los asuntos involucrados. Pensé que debía tratar de aclarar el asunto lo mejor que me fuese posible. Pero aunque el resultado final de mi discusión es en general conservador (no creo que difiera sustancialmente de Marshall o de otros economistas anteriores, aunque traté de ser un poco más preciso), estos pasajes tuvieron el desafortunado efecto de sugerir a algunos lectores que allí encontrarían la clave de las peculiaridades de mi doctrina.

Como dije antes, la novedad inicial consiste en que sostengo que no es la tasa de interés sino el nivel de ingreso el que asegura la igualdad entre ahorro e inversión. Los argumentos que llevan a esta conclusión inicial son independientes de mi teoría posterior de la

<sup>d</sup> Las referencias corresponden a *Capital and employment*, Londres, Longmans, Green and Co., 1937 [N. del T.].

tasa de interés y, de hecho, los desarrollé antes de llegar a formularla. Pero el resultado de ello fue que la tasa de interés quedó en el aire. Si no es determinada por el ahorro y la inversión así como los precios son determinados por la oferta y la demanda, ¿cómo se determina? Naturalmente, empecé suponiendo que la tasa de interés debía ser determinada, de algún modo, por la productividad; que quizá fuera simplemente el equivalente monetario de la eficiencia marginal del capital; esta última fijada independientemente por consideraciones físicas y técnicas en conjunción con la demanda esperada. Solo cuando este enfoque me llevó repetidamente a lo que parecía un razonamiento circular, desarrollé lo que hoy considero la explicación correcta. La teoría resultante, bien sea cierta o equivocada, es sumamente simple: la tasa de interés de un préstamo de riesgo y madurez dados se establece al nivel en que, en opinión de quienes tienen la oportunidad de elegir —p. ej., los poseedores de riqueza—, iguala el atractivo de mantener efectivo ocioso y de otorgar préstamos. Es cierto que esto, en sí mismo, no nos lleva muy lejos. Pero nos da una base firme e inteligible para ir más allá.

#### IV

Si llamamos “atesoramiento” a la tenencia de saldos ociosos<sup>7</sup>, mi teoría de la tasa de interés se podría expresar diciendo que esta sirve para igualar la demanda y la oferta de atesoramiento; es decir, que debe ser suficientemente alta para *compensar* una propensión a atesorar que crece con respecto a la oferta disponible de saldos ociosos. La función de la tasa de interés es modificar los precios monetarios de otros activos de capital, de modo que iguale el atractivo de conservarlos y el de mantener efectivo. Pero esto nada tiene que ver con los ahorros del momento ni con la nueva inversión. Nunca puede haber un excedente de ahorro corriente con respecto al que está representado en la inversión corriente, que quede disponible para atesorar. Esto sigue siendo cierto si en nuestra definición de inversión excluimos los cambios en el capital de trabajo<sup>8</sup>, como hace el señor Hawtrey, porque en este caso todos los ahorros corrientes son absorbidos por la inversión corriente

<sup>7</sup> El señor Hawtrey me sugiere usar los términos saldos “activos” e “inactivos” (*Capital y empleo*, 167).

<sup>8</sup> Prefiero la distinción del profesor Ohlin, muy útil en ciertos casos, entre inversión *ex ante* e inversión *ex post* —es decir, entre inversión planeada e inversión efectiva— a la que hace el señor Hawtrey entre inversión en capital fijo y en capital de trabajo. De hecho, a menudo él debe diferenciar entre cambios planeados y cambios efectivos en el capital de trabajo y, si no fuese por su énfasis en los cambios planeados debido a cambios en la tasa de interés de corto plazo, creo que las definiciones del profesor Ohlin le serían más útiles que las suyas.

*más* el incremento en el capital de trabajo. Además, ningún nivel de ansiedad de aumentar su atesoramiento que el público experimente puede afectar el volumen de atesoramiento, ya que este depende de la disposición de los bancos para adquirir (o colocar) activos adicionales más allá del nivel requerido para compensar los cambios en los saldos activos. Si los bancos se mantienen firmes, una propensión a atesorar creciente eleva la tasa de interés y, por tanto, reduce los precios de los activos de capital diferentes del efectivo, hasta que los individuos renuncien a venderlos o se abstengan de comprarlos para aumentar su atesoramiento<sup>9</sup>. La tasa de interés es, si se quiere, el *precio* del atesoramiento, en el sentido de que mide el sacrificio pecuniario que quien atesora considera suficiente para preferirlo frente a otras exigibilidades y activos de igual valor presente.

Subrayo este asunto obvio para alejar de nuestra mente la idea de que el volumen de atesoramiento depende, de algún modo, de lo que los individuos hacen con sus ahorros, o de que existe una relación entre saldos ociosos y el concepto de ahorros ociosos (carente de sentido en mis definiciones)<sup>10</sup>. Pero solo espero un éxito limitado. Hay una profunda obsesión de asociar los saldos ociosos, no a la acción de los bancos en la fijación de la oferta de efectivo ni a la actitud del público hacia el atractivo relativo del efectivo frente al de otros activos, sino a algún aspecto del ahorro corriente. Incluso un lector tan cuidadoso e imparcial de mi reciente libro como el señor Hawtrey empieza así su crítica (a pesar de mis repetidas explicaciones de que *no* es eso lo que digo): “El señor Keynes afirma que de la inversión activa se retendrá una porción de ahorros y se acumulará como saldos ociosos, y que el tamaño de esa porción depende de la tasa de interés, de modo que la tasa de interés es determinada por la cantidad de dinero disponible para formar estos saldos ociosos”.

<sup>9</sup> Por esta razón no es cierto que la importancia de mi teoría se puede probar examinando la magnitud y la variabilidad del atesoramiento, como sostiene el señor Hawtrey (*Capital y empleo*, 210 y ss.).

<sup>10</sup> Con las definiciones del señor Hawtrey, los ahorros ociosos son iguales al aumento del capital de trabajo. Si supusiéramos que todo el capital de trabajo se financia con préstamos bancarios (menciono este supuesto porque quizá es más consistente con su teoría), un aumento del capital de trabajo se debería a un aumento de los activos bancarios o a la colocación en el mercado de otros activos que los bancos ya poseían. Si la propensión a atesorar es la misma que antes (y no veo ninguna razón para que la existencia de ahorros ociosos, en el sentido del señor Hawtrey, afecte de un modo u otro la propensión a atesorar), y los bancos deciden aumentar sus activos, la tasa de interés caerá. Si deciden desprenderse de activos, podrán hacerlo al precio vigente y la tasa de interés no cambiará. Pero si la propensión a atesorar varía, esta influencia sobre la tasa de interés se superpondrá a los efectos que acabamos de mencionar.

Hablar de la “teoría de la preferencia de liquidez” de la tasa de interés es exaltarla demasiado. Es como hablar de la “teoría profesoral” de Ohlin o de la “teoría del servidor civil” de Hawtrey. Yo simplemente expongo los hechos: las teorías vienen después. Y al exponer los hechos, me atengo a la aritmética y acepto la exactitud de lo que se enseña en la escuela primaria.