

# Ensayos Económicos

---

**¿Fue la política monetaria de Keynes en el *Tratado sobre el Dinero*, la precursora de la política de tasa de interés cero y del *quantitative easing*? | Jan Kregel**

**Pronóstico de la demanda diaria de billetes y monedas | Diego Elías, Matías Vicens**

**Crédito bancario, tasa de interés de política y tasa de encaje en el Perú | Oscar Dancourt**

**Crecimiento económico y sistema financiero | Héctor Gustavo González Padilla**

***Apuntes de la crisis global***

**Propuesta para un pacto fiscal y de crecimiento | Mario Tonveronachi**

**Cambiando la austeridad por el crecimiento en Europa: propuesta de un programa de inversiones para 2012-2015 | Stephany Griffith-Jones, Matthias Kollatz-Ahnen, Lars Andersen, Signe Hansen**

**Impacto reciente de la crisis financiera internacional en la ejecución de la política monetaria | Sofía Corallo, Carlos Suárez Dóriga, Matías Vicens**

***Premio Raúl Prebisch 2011***

**Tensiones en la ejecución de políticas de los bancos centrales en la búsqueda del desarrollo económico | Martín Guzman, Pablo Gluzmann**

65

66

Septiembre de 2012



ie | BCRA  
INVESTIGACIONES ECONÓMICAS

# ¿Fue la política monetaria de Keynes en el *Tratado sobre el Dinero*, la precursora de la política de tasa de interés cero y del *quantitative easing*?

Jan Kregel\*

Levy Economics Institute

## Resumen

Si bien podemos considerar a Keynes como el auténtico padre de las políticas monetarias “no ortodoxas” introducidas por el Banco de Japón y la Reserva Federal norteamericana, estas políticas también brindan la prueba de la eficacia que Keynes pretendía de ellas. Ellas sugieren que el optimismo de Keynes en su *Tratado sobre el Dinero* era inapropiado y que, por el contrario, su postura más escéptica y con otros matices de la *Teoría General* era más apropiada, en especial, su énfasis en la necesidad de brindar una fuente externa de demanda por medio del gasto público.

*Clasificación JEL:* B22, B31, E52, E58, E62.

*Palabras clave:* Keynes, política fiscal, política monetaria, *quantitative easing*, tasa de interés cero.

---

\* Las opiniones vertidas en el presente trabajo son del autor y no se corresponden necesariamente con las del BCRA o sus autoridades. Email: kregel@levy.org.

# Was Keynes's Monetary Policy, *à outrance* in the Treatise, the Model for ZIRP and QE?

**Jan Kregel**

Levy Economics Institute

## **Summary**

While Keynes can be considered the true father of the “unorthodox” monetary policies introduced by the Bank of Japan and the Federal Reserve, these policies also provide the test of their efficacy that Keynes called for. They suggest that Keynes's Treatise optimism was misplaced, and that his more nuanced, skeptical, position in the General Theory was more appropriate; in particular, his emphasis on the need to provide an external source of demand through government expenditure.

*JEL*: B22, B31, E52, E58, E62.

*Keywords*: fiscal policy, Keynes, monetary policy, quantitative easing, zero interest rate.

## I. Introducción. El desafío de Keynes a las autoridades monetarias en 1930: introducir la tasa de interés cero y el *quantitative easing*

A fines de los años treinta, cuando el *crash* del mercado bursátil de Estados Unidos estaba empezando a tener un impacto negativo en la economía real bajo la forma de una caída de los precios de los bienes, declinación de la producción y desempleo creciente, John Maynard Keynes, en los capítulos finales de su *Tratado sobre el Dinero*, lanzó un desafío a las autoridades monetarias: tomen la “medida deliberada y enérgica” de reducir las tasas de interés y revertir la crisis. Dijo que hasta que una acción de política monetaria “extraordinaria” y “no-ortodoxa” “sea tomada de acuerdo a lo señalado y fracase, no tenemos por qué admitir, según los argumentos de este tratado, que el sistema bancario no puede controlar en esta ocasión la tasa de inversión y, por lo tanto, el nivel de precios” (Keynes, 1930a, p. 387).<sup>1</sup> Las políticas “no ortodoxas” que Keynes recomienda son virtualmente idénticas al experimento del banco central japonés, con la política de tasa de interés cero (ZIRP, por sus siglas en inglés) en la década de 1990, y al experimento de la Reserva Federal norteamericana, con la política ZIRP acompañada por la política de *quantitative easing* (QE1 y QE2) durante la reciente crisis. Aunque pasó demasiado tiempo como para que puedan considerarse una respuesta al desafío de Keynes, estas medidas modernas de política ponen claramente a prueba la creencia de Keynes en el poder de la política monetaria para hacer frente a una crisis financiera. El resultado de esta respuesta moderna al desafío de Keynes parecería ser una admisión clara de la incapacidad de la política monetaria para influir en la tasa de inversión como medio para responder a la crisis. De hecho, el propio Keynes parece haber modificado su posición a medida que evolucionó su pensamiento hacia el análisis de la *Teoría General*.

## II. Objetivos de la política monetaria

En el penúltimo capítulo del tomo II del *Tratado*, Keynes plantea “el quid de la cuestión” de la política monetaria al preguntar: “¿está dentro de los poderes de

---

<sup>1</sup> Ya en mayo de 1930, Keynes expresó esta opinión en un artículo en *The Nation*, que refleja las conclusiones del *Tratado*: “El hecho es que —un hecho no reconocido todavía por el público— estamos en las profundidades de una crisis internacional muy severa, una crisis que por sus dimensiones tendrá un lugar en la historia como la más grave jamás experimentada. No bastará con movimientos meramente pasivos de las tasas de interés bancarias para sacarnos de una depresión de esta magnitud; se necesitará una política muy activa y decidida” (Keynes, 1930b).

un banco central seguir en la práctica una política que tenga el efecto de fijar el valor del dinero en cualquier nivel determinado?” (Keynes, 1930a, p. 339).<sup>2</sup>

A pesar de algunas dudas residuales, Keynes responde a su propia pregunta de forma afirmativa, instando a los bancos centrales a adoptar medidas “extraordinarias” y “no ortodoxas” para reducir las tasas de interés a casi cero en un intento por evitar la profundización de la recesión.<sup>3</sup>

### III. *El Tratado* y la determinación alternativa de los precios

La propuesta de Keynes se construyó sobre la base de su explicación de la determinación de precios que brinda en el *Tratado*. Su enfoque se basó en la formulación de “ecuaciones fundamentales” para los precios de lo que él denominó producto “disponible” y “no disponible”. Dicho en términos sencillos, Keynes decía que los precios serían determinados por los costos laborales unitarios (salarios de eficiencia) y por la presión de la demanda provocada por la divergencia del ahorro respecto de la inversión que afecta la rentabilidad de la producción. Por lo tanto, el foco de la política de recuperación debería estar puesto en aumentar la inversión para promover la demanda agregada, absorbiendo el exceso de producción y alentando a los empresarios a expandir nuevamente el empleo y la producción. Keynes señala que este enfoque es sustancialmente diferente del indicado por la “teoría cuantitativa”, en el sentido de que no hay impacto directo del dinero sobre los precios, porque es la inversión el factor crucial. Dado que Keynes creía que los bancos tenían el poder de determinar las condiciones de crédito, podían influir en la tasa de inversión, la que a su vez determinaría el nivel de precios.

A pesar de que Keynes atribuía “al sistema bancario mucho más poder para *preservar* el equilibrio de la inversión que para forzar al ingreso monetario a alejarse del nivel existente o del nivel producido por cambios espontáneos hacia un nuevo nivel impuesto por las condiciones externas o por algún decreto arbitrario en el interior”, no obstante instó a los bancos centrales a hacerlo en respuesta a la crisis (Ibídem, p. 352).

---

<sup>2</sup> La pregunta es considerada dentro del contexto de una propuesta de reforma de la Ley de la Reserva Federal “para imponer al Directorio de la Reserva Federal el deber de utilizar todos los poderes que tiene a su disposición para ‘promover un nivel estable de precios de los bienes en general’ (Keynes, 1930a, p. 340).

<sup>3</sup> Las dudas residuales fueron planteadas por las audiencias del Congreso sobre la propuesta que analizó las dificultades para utilizar la política monetaria para contrarrestar el impacto de las condiciones internacionales sobre los precios de los bienes y, por consiguiente, sobre los precios domésticos, y la dificultad de utilizar la política monetaria para contrarrestar la caída de los precios en una depresión.

#### IV. Tasas de interés de corto y largo plazo

Keynes observa una dificultad importante en su propuesta, porque mientras que “la principal influencia directa del sistema bancario está en la tasa de interés de corto plazo”, el control de la tasa de inversión dependerá sobre todo de la tasa de interés de largo plazo. Por lo tanto, es necesario “asegurarse de que la tasa de interés de largo plazo responderá a los deseos de la autoridad monetaria que ejerce una influencia directa, como debe ser, principalmente en la tasa de interés de corto plazo” (Keynes, 1930a, p. 352).

La experiencia de Keynes “demuestra que, como regla, la influencia de la tasa de interés de corto plazo sobre la tasa de largo plazo es mucho mayor de lo que esperaríamos cualquiera que siguiera el razonamiento anterior” (Ibídem, p. 353). Como respaldo a esta postura, Keynes se refiere a los estudios estadísticos del Directorio de la Reserva Federal (Riefler, 1930) que muestran que “todos los movimientos importantes de las tasas de interés de corto plazo de 1919 a 1928 se reflejaron en los rendimientos de los bonos” (Ibídem). Keynes subraya que lo sorprendente “no es que los rendimientos de los bonos sean relativamente estables en comparación con las tasas de interés de corto plazo sino que hayan reflejado las fluctuaciones de las tasas de corto plazo tan asombrosamente y en semejante grado” (Ibídem, pp. 355-356).<sup>4</sup>

Como respaldo adicional a esta relación, Keynes plantea un tema que habría de tener una mayor relevancia en la *Teoría General*: el impacto predominante de los cambios de corto plazo sobre las expectativas de largo plazo. “En verdad”, escribe, “casi no sabemos nada sobre el futuro más remoto... La ignorancia aún del inversor mejor informado sobre el futuro más remoto es mucho mayor que su conocimiento... Pero si esto es así en el caso del inversor mejor informado, la gran mayoría... no sabe casi nada de lo que sea que está haciendo. No poseen ni siquiera los rudimentos de lo que se necesita para emitir un juicio válido, y son presa de la esperanza y el temor que fácilmente despiertan eventos fugaces que se desvanecen con igual facilidad. Ésta es una de las extrañas características del sistema capitalista en el que vivimos que, cuando del mundo real se trata, no debemos pasar por alto” (Ibídem, pp. 359-361).

---

<sup>4</sup> Sin embargo, Keynes no menciona la advertencia de Riefler (Riefler, 1930, p. 123) de que esto se debe más al impacto en el *stock* de bonos de largo plazo existentes que en los precios de las nuevas emisiones de títulos de largo plazo.

## V. Dinero de corto plazo: la cantidad es tan importante como el precio

Habiendo establecido la importancia del corto plazo para formular las expectativas de largo plazo, y por consiguiente la posibilidad de que las tasas de interés de corto plazo puedan utilizarse para influir en las decisiones de inversión de capital de largo plazo, Keynes admite lo siguiente: “No creo... que el volumen de la inversión en capital de trabajo o en capital líquido sea sensible a los cambios de la tasa de interés de corto plazo en sí... En cambio, los efectos directos del dinero barato que operan a través de los cambios, incluso pequeños, que se producen en el mercado de bonos... sobre el volumen de las nuevas inversiones probablemente sean de mayor importancia” (Keynes, 1930a, p. 364).

## VI. Medidas extraordinarias: tasa de interés cero y *quantitative easing*

Pero Keynes señala después que estos argumentos se aplican a “los métodos normales y ortodoxos por los cuales un banco central puede utilizar sus poderes para flexibilizar (o endurecer) la situación crediticia con el objetivo de estimular (o retrasar) las nuevas inversiones”. Pero, si el banco central no actúa perentoriamente, “será necesario invocar medidas más extremas”.

Estas medidas extremas incluyen “la compra de valores por parte del banco central hasta que se logre bajar la tasa de interés de mercado de largo plazo... a cualquier cifra a la que esté dispuesto a comprar valores a largo plazo”.<sup>5</sup> “Por lo tanto, veo pocos motivos para dudar de que el banco central no pueda generar un efecto importante en el costo de obtener nuevos recursos para la inversión de largo plazo si está preparado para mantener su política de mercado abierto durante el tiempo suficiente”. Por esa razón, Keynes no sólo recomienda llevar la tasa de interés casi a cero sino también operar en el mercado de largo plazo para fijar las tasas de interés de largo plazo.

Keynes también observa que puede haber dificultades en la implementación. Por ejemplo, muchos bancos centrales tienen restricciones sobre el tipo de títulos que

---

<sup>5</sup> “Si el banco central suministra a los bancos miembros más fondos de los que ellos pueden prestar a corto plazo, en primer lugar, la tasa de interés de corto plazo se reducirá hasta acercarse a cero y, en segundo lugar, y rápidamente, los bancos miembros comenzarán, aunque sólo sea para mantener sus ganancias, a secundar los esfuerzos del banco central comprando ellos mismos títulos. Esto significa que el precio de los bonos subirá hasta que haya muchas personas que prefieran venderlos (al observar que los precios de los bonos a largo plazo están subiendo) y mantener liquidez a una tasa de interés muy baja”.

tienen permitido comprar o descontar. Por lo tanto, si el banco “continúa con esas compras más allá de un determinado punto, puede crear una posición totalmente artificial en lo que se refiere a esos valores en relación con otros. Es para hacer frente a la circunstancia de que las municiones sean insuficientes para continuar con las operaciones de mercado abierto *à outrance* que sugerí... que el banco central tenga la potestad de modificar, dentro de ciertos límites, los requisitos de reserva de sus bancos miembros” (Keynes, 1930a, pp. 369-372). Una alternativa sería modificar la elegibilidad de los activos que el banco puede adquirir, que es precisamente lo que hizo la Reserva Federal al invocar la Sección 13(3) de la Ley de la Reserva Federal para crear líneas especiales de préstamo a instituciones que no son miembros y contra tipos alternativos de garantías.

Keynes también señala que el banco central puede estar comprando títulos a tasas “que están mucho más allá de lo que se considera un nivel normal de largo plazo” y que cuando el banco central revierte la estrategia “puede registrar una fuerte pérdida financiera”... Pero esto debería aceptarse porque el banco central, que representa el interés público, debería “estar listo para correr los riesgos que plantean las perspectivas futuras cuando el interés privado estima que estos riesgos son inusualmente altos”.<sup>6</sup>

La conclusión de política es que “si mi diagnóstico es correcto, no podemos esperar que haya una recuperación completa y duradera hasta que la tasa de interés de largo plazo haya caído lo suficiente en todo el mundo, hasta aproximarse a los niveles previos a la guerra. De lo contrario, habrá una presión constante hacia la deflación de las ganancias y la caída del nivel de precios” (Ibídem, p. 384). Sin estas políticas extraordinarias, “la situación nunca mejorará por sí sola debido a la falta de prestatarios que fuercen una baja de la tasa, *porque absorben ahorros tanto para financiar las pérdidas como para financiar la inversión*” (Ibídem). “Mi sugerencia es que el remedio provenga del reconocimiento general de que la tasa de inversión no tiene por qué estar fuera de nuestro control si estamos preparados para utilizar el sistema bancario para realizar un ajuste apropiado de la tasa de interés de mercado. Podría ser suficiente generar la creencia generalizada de que la tasa de interés de corto plazo se mantendrá muy baja durante un largo tiempo. Una vez iniciado, el cambio se alimentará a sí mismo” (Ibídem, p. 386). Una vez más, es interesante señalar que la Reserva Federal se ha comprometido públicamente a preservar su política de tasa ZIRP durante un período sostenido.

---

<sup>6</sup> En Keynes (1932, pp. 421-422), señala que en los Estados Unidos “el temor de los bancos miembros a no poder cubrir sus gastos” puede convertirse en un “obstáculo para adoptar una política plena de dinero barato”.

En apariencia, el Banco de Japón, al introducir una política de tasa de interés cero, experimentó con la recomendación de Keynes de fijar la tasa de interés lo más baja que sea posible y, a su vez, la Reserva Federal mediante su programa de *quantitative lending* también ha seguido plenamente su recomendación comprando títulos de largo plazo para reducir la tasa de interés de largo plazo y saciar el deseo de mantener los depósitos. Keynes señala que estas políticas no son para nada diferentes de las operaciones típicas de mercado abierto y que el banco central tiene el poder para fijar cualquier tasa de interés, sea de corto o de largo plazo, en el nivel que desee. También parecería que la expectativa de Keynes de que el público estaría bien predispuesto a comprar títulos públicos frente a una reducción drástica de las tasas de corto plazo, colaborando así con la política de bajar la tasa de largo plazo, era acertada. Además, en respuesta a la política de la Reserva Federal se produjo la recuperación del precio de las acciones que Keynes hubiese esperado.

Lo que no se ha cumplido en el experimento actual es el impacto esperado en la inversión. Las empresas, de hecho, han aumentado su endeudamiento, en especial con créditos de baja calificación, y el *spread* de los bonos basura corporativos llegó a niveles cercanos a los mínimos históricos a medida que las empresas buscaron endeudarse a tasas de interés históricamente bajas. Sin embargo, estos fondos no se están utilizando para financiar nuevas inversiones. Del mismo modo, los bancos han acumulado reservas excedentes récord en la Reserva Federal, ganando la tasa de interés de corto plazo, que es casi cero. Por consiguiente, la política ha sido exitosa para influir en el espectro de las tasas de interés tal como predijo Keynes, pero no ha tenido el impacto en la inversión que él delineara en su *Tratado sobre el Dinero*.

## VII. El escepticismo entre el *Tratado sobre el Dinero* y la *Teoría General*

Durante el período transcurrido entre la publicación del *Tratado sobre el Dinero* y la finalización de la *Teoría General*, Keynes fue modificando de manera progresiva su creencia en la eficacia de la política monetaria. Las primeras señales pudieron verse durante una visita a Estados Unidos en 1931, en la cual dio una serie de conferencias en la *New School for Social Research*, en Nueva York, y en la *Harris Foundation*, en Chicago.

Sus disertaciones en la *New School*, a mediados de junio, tuvieron como título: “¿Queremos que suban los precios?” y “¿Qué podemos hacer para que suban los precios?” El contenido exacto del segundo discurso ha generado cierta controversia. Los informes periodísticos contemporáneos parecen contradecir la versión truncada que aparece en *Collected Works* (obras compiladas), publicadas bajo el auspicio de la *Royal Economic Society* (vea la discusión en Kent, 2004). Kent conjetura que Keynes cambió su presentación con respecto a la versión escrita que había preparado debido a algunas charlas con hacedores de política de Nueva York. Señala que en la versión de la segunda conferencia publicada en *Collected Works*, Keynes no recomienda la intervención del gobierno y repite su análisis del *Tratado*: “si... es posible bajar la tasa de interés lo suficiente, entonces estoy convencido de que, a su debido tiempo, aumentará la demanda de préstamos para la construcción de edificios, el transporte y los servicios públicos” (*Collected Works*, Vol. XX, p. 553).

Kent cita notas periodísticas de los medios locales que sugieren que en su presentación oral Keynes agregó dos nuevos puntos: la recuperación de la confianza y la acción directa del gobierno. “Recomendar la acción del gobierno en Estados Unidos fue un cambio muy significativo para Keynes, que era un defensor de la intervención gubernamental en Gran Bretaña, pero esto se debía a que la capacidad de Gran Bretaña para reducir las tasas de interés estaba restringida por las preocupaciones sobre las salidas de oro que se creía que ocurrirían si se seguía dicha línea de acción” (Kent, p. 204). Keynes no creía que Estados Unidos estuviera tan restringido, lo que sugiere una mayor confianza de parte suya en la predisposición o la capacidad del banco central para reducir la tasa de interés lo suficiente como para generar una recuperación.

Esta interpretación es avalada por las conferencias dictadas por Keynes en la *Harris Foundation* de Chicago, a principios de julio. En la primera de ellas, Keynes dice que la “característica central” de la crisis era “la extraordinaria predisposición a tomar préstamos para nuevas inversiones reales a tasas de interés muy altas, tasas de interés que eran extravagantemente altas para los estándares previos a la guerra, tasas de interés que en la historia del mundo nunca se habían observado, digamos, durante un período de años para el conjunto de empresas en promedio” (*Collected Works*, Vol. XIII, p. 345). Como resultado, Keynes dice que él “no ve esperanza de recuperación a menos que haya un resurgimiento de un alto nivel de inversiones”. Entonces, concentra su análisis en las “causas del colapso de la inversión y los medios para reactivarla”

(Ibídem, p. 349). Se concentra en la “variabilidad de la tasa de inversión” porque es “el elemento de la situación económica capaz de generar un cambio violento y repentino” (Ibídem, pp. 354-355). En su tercera conferencia, *The Road to Recovery* (El camino hacia la recuperación), señala que “en esencia se trata de un problema bancario técnico. Los medios prácticos por los cuales es posible aumentar la inversión son, o deberían ser, el negocio de los banqueros y, sobre todo, el negocio de los bancos centrales” (Ibídem, p. 363).

Luego menciona tres canales de ataque: la recuperación de la confianza, la acción del gobierno y la reducción de la tasa de interés. Aquí reitera su escepticismo respecto de la posibilidad de una acción suficiente sobre la tasa de interés: “Estoy dispuesto a creer que un cambio pequeño en la tasa de interés puede no ser suficiente. Es por esta razón que soy pesimista en cuanto a un pronto retorno a la prosperidad normal. Estoy lo suficientemente dispuesto a admitir que puede llegar a ser muy difícil recuperar la confianza de manera adecuada y simultáneamente reducir las tasas de interés de manera adecuada” (Ibídem, Vol. XIII, p. 365).

En una Mesa Redonda posterior a su presentación amplió su posición: “Estoy a favor de una combinación de obras públicas... Yo usaría el programa de obras públicas durante el interregno (*sic*) mientras consigo bajar la tasa de interés” (Harris, 1931, p. 494). No obstante, en la publicación de septiembre de 1932 del *Economic Journal* (Keynes, 1932, p. 415), reafirma su posición: “Reducir la tasa de interés de largo plazo a un nivel bajo es probablemente la medida más necesaria de todas si lo que buscamos es salir de la crisis y garantizar un resurgimiento duradero de la empresa”.

### VIII. ¿Hay un cambio de postura en la *Teoría General*?

Sin embargo, la postura de Keynes cambió al desarrollar la *Teoría General*. Keynes explica a sus lectores que una de las diferencias básicas con respecto a su libro anterior es la separación del análisis de la inversión en activos financieros y activos de capital mediante la separación de sus determinantes a través de la preferencia por la liquidez y la eficiencia marginal del capital. Si bien el *Tratado sobre el Dinero* diferenció la circulación industrial y la circulación financiera, los precios de los activos y pasivos fueron tratados en una única ecuación fundamental de precios y financiados por la circulación financiera.

En el análisis de su *Teoría General*, Keynes amplía la explicación de los determinantes de la inversión afirmando que “la inversión corriente dependerá de... lo que nosotros llamaremos el incentivo a invertir, que, como después se verá, depende de la relación entre la curva de la eficiencia marginal del capital y la estructura de las tasas de interés de los préstamos de diversos plazos y riesgos” (Keynes, 1936, p. 27). “Puede decirse que la curva de la eficiencia marginal del capital rige los términos bajo los cuales se demandan los fondos disponibles para nuevas inversiones, mientras que la tasa de interés rige los términos bajo los cuales se proveen hoy dichos fondos” (Ibídem, p. 165).

Otra característica novedosa de la *Teoría General* es su énfasis en las condiciones de una economía monetaria como “aquella en la cual las visiones cambiantes sobre el futuro pueden influir en la cantidad de empleo y no sólo en su rumbo” (Ibídem, vii). En particular, Keynes señala que el determinante más importante de la tasa de interés será “en gran medida determinado por la visión predominante sobre cuál es su valor esperado” (Ibídem, p. 203) mientras que “la curva de la eficiencia marginal del capital es de fundamental importancia porque es principalmente a través de este factor (mucho más que a través de la tasa de interés) que la expectativa sobre el futuro incide en el presente” (Ibídem, p. 145). De esta manera, la tasa de interés actual de largo plazo ya no es el único determinante de la inversión ni tampoco su determinante directo.

Repitiendo las ideas vertidas en el *Tratado sobre el Dinero*, escribe: “Cuando formamos nuestras expectativas, sería torpe darle mucho peso a cuestiones que son muy inciertas... Por este motivo, los hechos de la situación actual ingresan, desproporcionadamente en cierto sentido, en la formación de nuestras expectativas de largo plazo; nuestra práctica habitual consiste en tomar la situación actual y proyectarla hacia el futuro, modificándola sólo en la medida que tengamos razones más o menos definidas para esperar un cambio” (Ibídem, p. 148). Por lo tanto, “no hay evidencia clara derivada de la experiencia de que la política de inversiones que es socialmente ventajosa coincida con la que es la más rentable. Se necesita *más* inteligencia para derrotar a las fuerzas del tiempo y a nuestra ignorancia sobre el futuro que para ‘ganar la delantera’. Además, la vida no es lo suficientemente larga, la naturaleza humana desea resultados rápidos, hay un deleite peculiar por obtener dinero de manera rápida, y la tasa de descuento que aplica el hombre promedio a los beneficios más remotos es muy alta” (Ibídem, p. 157).<sup>7</sup>

---

<sup>7</sup> Nota del editor: “ganar la delantera” se refiere a la expresión estadounidense “*to beat the gun*”. En la página 155 de la *Teoría General*, Keynes la explica: “El objeto real y particular de la mayor parte de las inversiones de los expertos, hoy día, es ‘ganar la delantera’; ser más listo que el vulgo, y encajar la moneda falsa o que se está depreciando a otra persona”.

Como resultado, Keynes modifica su creencia anterior sobre el impacto positivo de las tasas de interés bajas en la tasa de inversión. Por ejemplo, “la expectativa de una caída futura de la tasa de interés tendrá por efecto hacer *bajar* la curva de la eficiencia marginal del capital; pues esto significa que la producción del equipo hecho en la actualidad tendrá que competir durante parte de su vida útil con la proveniente de un equipo que se conforma con un rendimiento menor. Esta expectativa no tendrá gran efecto depresivo, ya que las expectativas respecto de la estructura de las tasas de interés para diversos plazos que regirán en el futuro, se reflejarán en parte en la estructura de tasas de interés que rige en la actualidad. Sin embargo, puede tener cierto efecto depresivo, desde el momento en que la producción resultante del equipo elaborado en la actualidad, que se obtendrá hacia el final de la duración del mismo, tal vez haya de competir con la procedente de otro equipo mucho más joven, que se conforma con un rendimiento menor debido a la tasa de interés más baja que rige para los períodos subsiguientes al término de la duración del equipo producido actualmente” (Ibídem, p. 143).

Keynes también modifica su postura sobre la capacidad del banco central para influir en las prácticas crediticias de las instituciones financieras por medio de la reducción de las tasas de interés: “También debemos tener en cuenta la otra faceta del estado de confianza, es decir, la confianza de las instituciones crediticias respecto de quienes buscan préstamos en ellas, en ocasiones descrito como el estado del crédito. Una baja violenta del precio de los valores de rendimiento variable, que haya tenido efectos desastrosos en la eficiencia marginal del capital, puede haberse debido al debilitamiento de la confianza especulativa o del estado del crédito. Sin embargo, mientras que el debilitamiento de cualquiera de los dos es suficiente para generar un colapso, la recuperación requiere la reactivación de *ambos*, porque mientras que el debilitamiento del crédito es suficiente para producir un derrumbe, su fortalecimiento es una condición necesaria pero no suficiente de la recuperación” (Ibídem, p. 158).

Luego, Keynes argumenta que puede haber dificultades para bajar las tasas de interés a niveles extremadamente bajos como consecuencia de una preferencia exagerada por la liquidez. “Hemos visto... que la *incertidumbre* respecto del futuro de la tasa de interés es la única explicación comprensible del tipo de preferencia por la liquidez... que lleva a la tenencia de efectivo... Entonces... se deduce que lo que importa no es el nivel *absoluto* de  $r$  sino el grado de su divergencia respecto de lo que se considera un nivel *seguro* de  $r$ , habiendo considerado los cálculos de probabilidad de los que depende” (Ibídem, p. 201).

Luego, Keynes avanza hacia una definición precisa de la trampa de liquidez: “Cada caída de  $r$  reduce la tasa de mercado en relación con la tasa “segura” y, por lo tanto, aumenta el riesgo de iliquidez. Y, en segundo lugar, cada caída de  $r$  reduce las ganancias corrientes derivadas de la iliquidez, que están disponibles como una especie de prima de seguro para compensar el riesgo de pérdida de capital, en una cantidad igual a la diferencia entre los cuadrados de la vieja y la nueva tasa de interés... *Éste es quizá el principal obstáculo para la caída de la tasa de interés a un nivel muy bajo* (el énfasis es del autor). A menos que se crea que existen razones por las cuales la experiencia futura será muy diferente de la experiencia pasada, una tasa de interés a largo plazo de 2%, por ejemplo, genera más temor que esperanza, y ofrece, al mismo tiempo, un retorno que sólo sirve para compensar un temor muy ligero” (Ibídem, p. 202).<sup>8</sup>

Aunque Keynes sigue manteniendo que la “autoridad monetaria puede controlar fácilmente la tasa de interés de corto plazo, tanto porque no es difícil generar la convicción de que su política no sufrirá cambios importantes en el futuro cercano, como porque la pérdida posible es pequeña en comparación con el retorno corriente (a menos se aproxime al punto de desaparición)”, observa que “la tasa de largo plazo puede ser más reacia una vez que ha caído a un nivel que, basándose en la experiencia pasada y las expectativas presentes respecto a la futura política monetaria, se considera ‘inseguro’ por la opinión autorizada. Por ejemplo, en un país ligado a un patrón oro internacional, una tasa de interés más baja que la que prevalece en cualquier otro lugar será vista con una justificable falta de confianza; en cambio, una tasa de interés doméstica fijada a una paridad con la *tasa más alta* (la mayor después de considerar el riesgo) que prevalezca en cualquier país que pertenezca al sistema internacional, puede ser mucho más alta que la que sería compatible con el pleno empleo doméstico” (Ibídem, p. 203).

Por consiguiente, la introducción de la influencia de la eficiencia marginal del capital en la inversión independiente del impacto de la tasa de interés y la introducción de las expectativas y la preferencia por la liquidez como determinantes

---

<sup>8</sup> Keynes también señala que la teoría clásica proponía un método alternativo para bajar la tasa de interés “reduciendo los salarios mientras se deja intacta la cantidad de dinero...”. “Del mismo modo que un aumento moderado en la cantidad de dinero puede ejercer una influencia inadecuada en la tasa de interés de largo plazo, y que un aumento excesivo puede contrarrestar sus restantes ventajas, por su efecto perturbador en la confianza, una reducción moderada de los salarios en dinero puede resultar inadecuada, y una reducción excesiva, aunque fuera factible, puede destruir la confianza”. “Por lo tanto, no hay fundamentos para creer que una política salarial flexible sea capaz de mantener un estado continuo de ocupación plena, como tampoco los hay para pensar que una política monetaria de mercado abierto pueda alcanzar este resultado sin ayuda. Sobre estas bases es imposible que el sistema económico tenga un ajuste automático” (Ibídem, p. 267).

independientes de la tasa de interés llevan a Keynes a modificar el análisis del impacto “extraordinario” de la política monetaria en la tasa de interés de largo plazo que hiciera en el *Tratado sobre el Dinero*: “Una política monetaria a la que la opinión pública considera de naturaleza experimental o fácilmente susceptible de ser modificada puede no lograr el objetivo de reducir de manera significativa la tasa de interés de largo plazo, porque  $M2$  puede tender a aumentar casi sin límite en respuesta a una reducción de  $r$  por debajo de un determinado nivel. Por otro lado, la misma política termina siendo fácilmente exitosa si logra que la opinión pública la considere razonable, practicable, a favor del interés público, arraigada en una sólida convicción, y promovida por una autoridad que no corra el riesgo de ser reemplazada” (Ibídem).

### **IX. “Por mi parte, hoy soy un poco escéptico”**

Por lo tanto, en la *Teoría General*, “después de subrayar la importancia de la influencia de los cambios de corto plazo en el estado de las expectativas de largo plazo como diferente de los cambios en las tasas de interés”, Keynes modifica su creencia en la eficacia de la política monetaria para influir en la inversión señalando que “todavía podemos considerar a esta última (es decir, la tasa de interés) como un factor que, al menos en circunstancias normales, ejerce gran influencia, aunque no decisiva, sobre la inversión. Sin embargo, sólo la experiencia puede demostrar hasta qué punto la intervención en la tasa de interés es capaz de estimular de manera continua el volumen adecuado de inversiones” (Ibídem, p. 164). Luego afirma: “Por mi parte, hoy soy un poco escéptico respecto del éxito de una política meramente monetaria destinada a influir en la tasa de interés. Espero ver al Estado, que está en condiciones de calcular la eficiencia marginal de los bienes de capital a largo plazo sobre la base del interés público, asumiendo una responsabilidad cada vez mayor en la organización directa de la inversión, dado que parece probable que las fluctuaciones en la estimación de la eficiencia marginal de los distintos tipos de capital por parte del mercado, calculada según los principios descritos anteriormente, sean demasiado grandes como para ser compensadas por cambios factibles en la tasa de interés” (Ibídem).

## X. Conclusión

Si bien podemos considerar a Keynes como el auténtico padre de las políticas monetarias “no ortodoxas” introducidas por el Banco de Japón y la Reserva Federal norteamericana, estas políticas también brindan la prueba de la eficacia requerida por Keynes. Ellas sugieren que el optimismo de Keynes en su *Tratado sobre el Dinero* era inapropiado y que, por el contrario, su postura más escéptica y con otros matices de la *Teoría General* era más apropiada, en especial, su énfasis en la necesidad de brindar una fuente externa de demanda por medio del gasto público. Por último, en comparación con el período actual, Keynes no tuvo en cuenta el impacto de las pérdidas de capital en el estímulo a invertir y en la propensión a consumir, factores que seguramente lo hubieran llevado a enfatizar más el papel que cumple el gasto público en la recuperación.

## Referencias

**Harris Foundation (1931).** *Reports of Roundtables: Unemployment as a World Problem*, Chicago.

**Kent, R. J. (2004).** "Keynes's Lectures at the New School for Social Research", *History of Political Economy*, 36:1, pp. 195-206.

**Keynes, J. M. (1930a).** *A Treatise on Money, Vol. II: The Applied Theory of Money*. Londres: Macmillan.

**Keynes, J. M. (1930b).** "Monetary Policy Alone Will Not End Depression", *The Nation*, 10 de mayo.

**Keynes, J. M. (1932).** "A Note on the Long-Term Rate of Interest in Relation to the Conversion Scheme", *The Economic Journal*, Vol. 42, N° 167 (septiembre de 1932), pp. 415-423.

**Keynes, J. M. (1936).** *The General Theory of Employment, Interest and Money*. Londres: Macmillan.

**Keynes, J. M.** *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, Londres: Macmillan.

**Riefler, W. W. (1930).** *Money Rates and Money Markets in the United States*. Con una introducción a cargo de E. A. Goldenweiser. Nueva York y Londres: Harper & Brothers.