



Teoría de la inversión de Keynes: ¿una ruptura con la teoría ortodoxa?

*Miguel-Angel Cruz-Romero**

Fecha de recepción: 3 de enero de 2025

Fecha de aprobación: 15 de junio de 2025

Resumen: Este artículo reconstruye la teoría de la inversión elaborada por John Maynard Keynes en su *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*, con el objetivo de esclarecer las rupturas fundamentales que establece respecto a la tradición clásica y neoclásica. Se analizan los determinantes de la inversión a corto y a largo plazo, poniendo especial énfasis en la eficiencia marginal del capital, las expectativas, la preferencia por la liquidez y la noción de incertidumbre. El análisis teórico de la propuesta de Keynes permite sostener la hipótesis de que la teoría de la inversión se aparta de la ortodoxia no solo por sus determinantes específicos, como la eficiencia marginal del capital o el papel de la liquidez, sino porque está construida sobre una concepción distinta del funcionamiento económico, en la cual la incertidumbre y las expectativas inestables impiden que el comportamiento inversor responda a leyes objetivas o a mecanismos automáticos de equilibrio. El artículo concluye que, en la concepción de Keynes, la inversión no es función de parámetros objetivos y estables, sino que se encuentra determinada por expectativas inciertas sobre el futuro, configuradas por la confianza, la preferencia por la liquidez y la estructura institucional, propias de una economía monetaria de producción.

Palabras clave: Keynes, economía monetaria, inversión, incertidumbre, expectativas.

Clasificación JEL: B16; B22; B31; E12; E22.

Cómo citar

Cruz Romero, M. A. (2025). Teoría de la inversión de Keynes: ¿una ruptura con la teoría ortodoxa? *Apuntes del Cenes*, 44(80)

Págs. 17 - 41. <https://doi.org/10.19053/upctc.01203053.v44.n80.2025.18985>

* Doctor en Ciencias Económicas. Profesor investigador adscrito al Departamento de Economía de la Universidad Autónoma Metropolitana, Unidad Iztapalapa, Ciudad de México. mcruz@xanum.uam.mx; mcruz0611@gmail.com  <https://orcid.org/0000-0001-6550-0960>.

Keynes's Investment Theory: A Break with Orthodox Theory?

Abstract

This article reconstructs John Maynard Keynes's theory of investment, as presented in his *General Theory of Employment, Interest and Money*, with the aim of clarifying the fundamental ruptures it introduces with respect to the classical and neoclassical traditions. It analyzes the determinants of investment in both the short and long term, focusing on the marginal efficiency of capital, expectations, liquidity preference, and the notion of uncertainty. Theoretical analysis of Keynes's proposal supports the hypothesis that his theory of investment diverges from orthodoxy not only because of its specific determinants, such as the marginal efficiency of capital or the role of liquidity, but also because it is based on a different conception of economic functioning, in which uncertainty and unstable expectations prevent investment behavior from responding to objective laws or automatic mechanisms of equilibrium. The article concludes that according to Keynes, investment does not depend on objective, stable parameters. Instead, it is determined by uncertain expectations about the future, which are shaped by confidence, liquidity preference, and the institutional structure characteristic of a monetary economy of production.

Keywords: Keynes, monetary economy, investment, uncertainty, expectations.

INTRODUCCIÓN

La presente investigación tiene como punto de partida la teoría económica de Keynes y se limita a una de sus insatisfacciones teóricas: la afirmación, según la cual, la tasa de interés y el volumen de inversión se ajustan automáticamente al nivel óptimo; esto nos lleva, por una parte, a concentrarnos en su teoría de la inversión y, por otra, a tener en cuenta que Keynes no estaba interesado en examinar una economía de intercambio real, sino una monetaria, *i.e.*, aquella en la que el dinero desempeña un papel por sí mismo. En efecto, el dinero es un eslabón entre el presente y el futuro, el cual *ex definitio* es incierto —no cuantificable—. En este marco, Keynes advierte que la preferencia de liquidez por el dinero exige una condición necesaria, “(...) la existencia de incertidumbre respecto al futuro de la tasa de interés, es decir, respecto al complejo de tasas para plazos variables que regirá en fechas futuras” (Keynes, 1936, p. 168);

de esta forma, no hay una única tasa de interés relevante, sino una pluralidad de tasas según los plazos, lo cual hace aún más inestable la formación de expectativas de inversión.

La crítica de Keynes se dirige a lo que puede denominarse la tradición clásica o neoclásica de Cambridge —representada por Marshall, Pigou, Robertson, Lavington y Hawtrey—, la cual sostiene que existe un mercado competitivo de fondos prestables en el que la tasa de interés actúa como el mecanismo que equilibra automáticamente el ahorro y la inversión; en este marco analítico, se asume que el ahorro antecede a la inversión y la determina, de modo que la tasa de interés ajusta las decisiones intertemporales de los agentes y asegura el equilibrio *ex ante* entre el ingreso no consumido y la demanda de fondos para inversión (Bridel, 1987)¹.

Si bien estos autores pueden ser agrupados dentro de una tradición

¹ Wicksell (1898), al igual que Keynes, rechaza la idea de que el interés sea el precio que iguala el ahorro con la inversión; dicho de otra forma, no es un precio determinado en un mercado al que concurren, por una parte, la productividad marginal del capital y, por otra, el deseo de posponer el consumo; la tasa de interés monetaria deriva de la decisión del banco central, el cual la define como el instrumento de política monetaria por excelencia.

teórica anterior a la ruptura keynesiana —caracterizada por la primacía del ahorro, el ajuste vía tasa de interés y una noción implícita de pleno empleo—, es necesario enfatizar que no constituyen un bloque doctrinario homogéneo; por ejemplo, el tratamiento que Keynes dedica a Pigou es más estructurado y crítico que el que reserva a Marshall, cuya obra carece de una teoría formal del mercado de fondos prestables; del mismo modo, Robertson y Hawtrey presentan desarrollos intermedios que, aunque aún inscritos en el marco clásico, introducen tensiones y elementos que prefiguran algunas de las preocupaciones centrales de Keynes (Bridel, 1987).

El análisis del sector ahorro-inversión de la teoría ortodoxa —entendida como el cuerpo teórico conformado por la economía clásica y neoclásica que concibe a los mercados como mecanismos autorregulados, en los que los agentes actúan racionalmente y los precios relativos, incluida la tasa de interés, se ajustan de forma flexible para garantizar el pleno empleo de los recursos disponibles— conlleva un proceso en el cual las inversiones están en relación con los ahorros del mismo modo en que la demanda de una mercancía está en relación con su oferta. La demanda de inversión “(...) obedece a una ley semejante a la que regula la venta de cualquier mercancía (...) cuando el precio sube, la cantidad que puede venderse disminuye” (Marshall, 2005, p. 575). Si prevalece la opinión

de un aumento en la tasa de interés —el precio de oferta del ahorro—, entonces, aumenta el volumen de este último, el interés —que es el precio pagado en un mercado por el uso del capital— alcanzará un nivel de equilibrio tal que la demanda total de capital en ese mercado, a esta tasa de interés, sea igual a la oferta total que haya en tal mercado. Lo anterior permite a Keynes señalar que un economista educado en la tradición clásica acepta la idea de que “(...) esto es un proceso autorregulador de ajuste que opera sin necesidad de intervención especial alguna o cuidado paternal de la autoridad monetaria” (Keynes, 2006, p. 177).

Keynes crítica a la teoría clásica en dos frentes. Por una parte, asevera que la teoría es indeterminada, pues “(...) no contiene suficientes datos para indicarnos cuál será su nuevo valor [de Y]; y, por tanto, no sabiendo cuál es la curva apropiada, no sabemos en qué punto la cortará la nueva curva de la demanda de inversión” (Keynes, 2006, p. 181). Es decir, en cada nivel de utilización de la capacidad productiva hay un ingreso distinto y, por lo tanto, una función de oferta de ahorro distinta; dada la función de la eficiencia marginal del capital, se tienen, entonces, no una, sino varias tasas de interés para las cuales las decisiones de inversión y de ahorro son iguales, una para cada nivel de ingreso (Garegnani, 1978). Por otra parte, está la tesis fundamental según la cual la tasa de interés no constituye el precio del ahorro, sino la prima que hay

que ofrecer a la gente para inducir la a no tener su riqueza en dinero atesorado. Si bien la teoría clásica advierte que el ahorro es función del ingreso, descuida el hecho de que este último depende de la inversión, ya que si cambia la inversión, esto hace que el ingreso cambie necesariamente en el grado precisamente necesario para lograr que la variación en el ahorro sea igual a la de inversión.

En relación con la condición de estabilidad, Keynes señala que, en cuanto al nivel agregado, el ahorro es necesariamente igual a la inversión *ex post*; sin embargo, nada garantiza que el ahorro sea igual a la inversión *ex ante*. De esta forma, al no satisfacerse dicha condición de equilibrio sino ocasionalmente, la economía se encontrará en desequilibrio, *i.e.*, que los mercados son incapaces de autorregularse. Por ende, se justifica la implementación de medidas para corregir tal desequilibrio macroeconómico, ya sea vía política monetaria o fiscal, con el objetivo de incrementar el nivel de la producción, estimular la tasa de crecimiento, lograr un nivel de precios estable, elevar el nivel de empleo, etc. De ahí que sea significativo analizar e identificar los factores que explican el proceso de inversión real a corto y largo plazo.

La investigación se lleva a cabo desde una perspectiva de la historia del análisis económico. Considerada esta como la historia de los esfuerzos intelectuales que los hombres han hecho para com-

prender los fenómenos económicos, *i.e.*, la historia de los aspectos analíticos o científicos del pensamiento económico (Schumpeter, 1984). De este modo, el objetivo es identificar y analizar los determinantes de la inversión a corto plazo, *i.e.*, su dimensión, su composición, así como la naturaleza temporal de dichos determinantes, su relación con el dinero y sus efectos sobre la demanda efectiva, la producción y el empleo; además, examinar los elementos para una teoría de la inversión a largo plazo.

Para ello, la investigación se organiza en las siguientes secciones: en la sección uno se reconstruye la teoría de la inversión a corto plazo; en la sección dos se disciernen las *lucres* para una teoría de la inversión a largo plazo, y en la tres se presentan las conclusiones. En este marco, se sostiene como hipótesis que la teoría de la inversión en Keynes no se diferencia de la teoría ortodoxa únicamente por los factores que considera, sino porque se funda en una concepción radicalmente distinta del comportamiento económico en contextos de incertidumbre, donde las decisiones de inversión dependen de expectativas sobre el futuro, convenciones sociales y la preferencia por la liquidez.

TEORÍA DE LA INVERSIÓN A CORTO PLAZO

Keynes examina una economía monetaria, en la cual “(...) el dinero juega un papel por sí mismo, y afecta las

motivaciones y las decisiones (...) de modo que no se puede predecir el curso de los acontecimientos, ni en el largo ni en el corto plazo” (Keynes, 1933, p. 7); en el prefacio de la *Teoría General (TG)* explicita que una economía monetaria “(...) es, ante todo, aquella en que los cambios de opinión respecto al futuro son capaces de influir en la magnitud de ocupación y no sólo en su dirección” (Keynes, 2006, pp. vi, vii). Es justamente con sus planteamientos relacionados con la eficiencia marginal del capital y la tasa interés que propone una ruptura con los planteamientos de los economistas clásicos. Para Keynes, la inversión está fundada en “(...) el aumento en el equipo productor, ya sea que consista en capital fijo, capital en giro o capital liquido” (Keynes, 2006, p. 75).

Propensión marginal a consumir y multiplicador de la inversión

La propensión marginal a consumir (PMgC) es un determinante de la inversión a través del multiplicador. Keynes considera el ingreso en unidades de salario Y_w como un índice adecuado de las modificaciones en el ingreso real. El ingreso nacional se compone del gasto en bienes de consumo C_w y el gasto en bienes de inversión I_w —este último corresponde al gasto que no es consumido durante el período considerado, sino agregado a las existencias o al equipo productor—, todos expresados en unidades salario:

$$Y_w = C_w(Y_w) + I_w \quad [1]$$

Derivando esta ecuación con respecto a I_w y luego despejando, se obtiene:

$$dY_w = \left[\frac{1}{1 - \left(\frac{dC_w}{dY_w} \right)} \right] dI_w = k dI_w \quad [2]$$

$$k = \frac{1}{1 - \frac{dC_w}{dY_w}} = \frac{1}{1 - c} \quad , \quad c = \frac{dC_w}{dY_w} \quad [3]$$

De (3) se observa como el valor del multiplicador está en función del valor de la PMgC, con base en la ley psicológica fundamental $\frac{dC_w}{dY_w}$ es la PMgC, esta nos dice cómo se dividirá el siguiente incremento de la producción entre consumo e inversión, y $\left(1 - \frac{dC_w}{dY_w}\right)$ es la propensión marginal a ahorrar (PMgS). Como $1 > \frac{dC_w}{dY_w} > 0$, entonces, $k > 1$, donde k es el multiplicador de la inversión. La ecuación (2) expresa el principio del multiplicador, dada la PMgC, un incremento de la inversión en un valor dI_w origina un incremento del ingreso nacional igual a dicho cambio de la inversión multiplicada por la recíproca de la PMgS. El efecto multiplicador es esencial, pues permite justificar la posibilidad de que $I_{ex\ ante} \neq I_{ex\ post}$. Asimismo, se establece la ley, según la cual el incremento de la ocupación debido a la inversión debe estimular necesariamente las industrias que producen para el consumo y así originar un aumento total de la ocupación, el

cual es un múltiplo del empleo primario —i.e., la ocupación directamente dedicada a inversiones— exigido por la inversión misma.

Eficiencia marginal del capital

Sean $\Pi_1, \Pi_2, \dots, \Pi_n$ el flujo de beneficios esperados durante la vida de un bien de capital, n años, que empieza a producir en el momento j , ρ la tasa de descuento; así pues, el precio de oferta del bien de capital se expresa de la siguiente forma:

$$P_K^o = \sum_{j=1}^n \Pi_j \left[\frac{1}{(1+\rho)^j} \right] \quad [4]$$

En esta, P_K^o es aquel que “(...) bastaría exactamente para inducir a un fabricante a producir una nueva unidad adicional del mismo” (Keynes, 2006, p. 135). La eficiencia marginal del capital (EMK) aporta la relación entre el rendimiento probable de la inversión y su precio de oferta. La EMK es “(...) la tasa de descuento que lograría igualar el valor presente de la serie de anualidades dada por los rendimientos esperados del bien de capital, en todo el tiempo que dure, a su precio de oferta” (Keynes, 2006, p. 135). De (4) puede constatar-se que mientras crece el término P_K^o disminuyen los términos Π_j y, consecuentemente, para llegar a la igualdad de los dos miembros de la ecuación, el factor ρ será menor.

Por otra parte, sea P_K^d el precio de demanda del bien de inversión definido

por el valor presente al plazo de j años descontados a la tasa de interés r de los flujos de beneficios esperados Π_j en el momento j , de esta forma se tiene que:

$$P_K^d = \sum_{j=1}^n \Pi_j \left[\frac{1}{(1+r)^j} \right] \quad [5]$$

En (5) se observa que el valor descontado de los beneficios netos derivados de una inversión dada aumenta al disminuir la tasa de interés; por lo cual al disminuir la tasa de interés, inversiones que anteriormente eran rechazadas, ahora resultan ser viables, i.e., existe una mayor demanda de bienes de inversión.

Así, la inversión será “(...) empujada hasta aquel punto de la curva de demanda de inversión en que la eficiencia marginal del capital en general sea igual a la tasa de interés de mercado” (Keynes, 2006, pp. 136-137) —estos dos elementos son los factores objetivos de los cuales depende la inversión—; i.e., la decisión de inversión implica que $\rho \geq r$, para todos los bienes de capital. A partir de (4) y (5) se obtiene:

$$\sum_{j=1}^n \Pi_j \left[\frac{1}{(1+r)^j} \right] = P_K^d \geq P_K^o = \sum_{j=1}^n \Pi_j \left[\frac{1}{(1+\rho)^j} \right] \quad [6]$$

Keynes concluye que “(...) el incentivo para invertir depende de la relación entre la tasa de interés y la curva de eficiencia marginal del capital correspondiente a diversas escalas de

inversión corriente” (Keynes, 2006, p. 147). Sin embargo, el conocimiento de Π_j y de ρ solo se relaciona con la determinación de P_K^o , mientras para obtener el valor de P_K^d se requiere conocer r . Si bien ρ y r tienen la misma dimensión, r no está definida por ρ , *i.e.*, “(...) la eficiencia marginal del capital [ρ] en sí misma es cosa distinta de la tasa de interés prevaleciente [r]” (Keynes, 2006, p. 165)². Por ende, r tiene que ser determinada exógenamente a la demanda de inversión. A este respecto, Keynes se separa de la visión ortodoxa, la cual examina la tasa de interés y el rendimiento del capital real como sinónimos. Los factores que determinan la tasa de interés se analizan más adelante.

Los beneficios esperados a futuro Π_j considerados por Keynes, están sujetos a toda la compleja dinámica de las expectativas en cuanto a costos y precios futuros. Así, la EMK “(...) es el factor a través del cual la expectativa de cambios en el valor del dinero influye sobre el volumen de producción presente” (Keynes, 2006, p. 141). Las expectativas de una baja (alza) en el valor del dinero estimulan (disuaden) la inversión y, por ende, se expande (desalienta) el empleo, pues eleva (desciende) la curva de la EMK.

Los cambios esperados en el valor del dinero inciden sobre ρ , de modo que la elevan o la reducen según se anticipen aumentos o caídas en los precios futuros. Pero estos cambios no afectan automáticamente a r , pues esta última está determinada por la interacción entre la cantidad de dinero y la preferencia por la liquidez. Sin embargo, si por algún motivo r se ajusta *pari passu* con ρ , por ejemplo, ante expectativas generalizadas de inflación que modifican simultáneamente el valor del dinero y la demanda de liquidez, entonces la inversión no se verá incentivada. Keynes reconoce que cada activo posee una tasa de interés propia, definida como la diferencia entre su rendimiento, su costo de mantenimiento y su prima de liquidez, $q - c + l$. Este concepto permite entender que, en una economía monetaria, los distintos activos no comparten una única tasa de interés, sino que exhiben tasas diferenciadas según sus propiedades específicas.

De esta forma, se justifica la importancia de entender la dependencia que existe entre la eficiencia marginal de un volumen determinado de capital y los cambios en las expectativas sobre el futuro, ya que es principalmente esta dependencia la que hace que ρ quede

² Hicks (1937) establece la misma función de inversión para los tres modelos –la teoría clásica, la teoría especial y general de Keynes– $I_x = C(i)$, *i.e.*, la inversión considerada como la demanda de capital depende de la tasa de interés, mientras que concerniente a la igualdad de la inversión con el ahorro sí realiza una distinción entre la teoría clásica, $I_x = S(i, l)$, y la teoría especial y general, $I_x = S(i)$; no se considera el cuarto modelo, ya que, como lo precisa el autor, es una generalización más que una formalización de la teoría de Keynes. Y aunque Hicks, en su interpretación, hace alusión explícita a la eficiencia marginal del capital, no procede a incorporarla explícitamente ni tampoco a las variables que a su vez la determinan, los cuales son elementos fundamentales de la teoría de la inversión de Keynes. Por consiguiente, su función de inversión converge a la teoría clásica.

sujeta a ciertas fluctuaciones violentas. Por ende, la curva de la EMK es de fundamental importancia, puesto que la expectativa del futuro influye sobre el presente principalmente a través de este factor, mucho más que a través de la tasa de interés. La razón de que el futuro económico esté ligado con el presente se encuentra en la existencia de equipo duradero, *i.e.*, las expectativas del futuro afectan el presente a través del precio de demanda del bien de capital. Un futuro cuyo conocimiento en el presente es fluctuante, vago e incierto. En relación con la expresión *conocimiento incierto*, Keynes precisa que utiliza el término en el sentido de que “(...) no existe ninguna base científica para calcular las probabilidades. Sencillamente, no sabemos nada” (Keynes, 1937a, p. 214).

Tasa de interés y preferencia por la liquidez

Keynes critica la teoría económica clásica por tratar de analizar el presente abstrayéndose del hecho de que sabemos

muy poco sobre el futuro. Así sucede especialmente con su tratamiento del dinero y la tasa de interés. Keynes separa el impacto de las expectativas sobre la EMK, por una parte, y sobre la preferencia por la liquidez, por la otra. Además, si bien la EMK y la tasa de interés tienen la misma dimensión, evolucionan de forma independiente³.

La tasa de interés es “(...) la recompensa por privarse de liquidez durante un periodo determinado” (Keynes, 2006, p. 167), *i.e.*, aquella es “(...) el ‘precio’ que equilibra el deseo de conservar la riqueza en forma de efectivo, con la cantidad disponible de este último” (Keynes, 2006, p. 167), consecuentemente, la cantidad de dinero “(...) es el otro factor que, combinado con la preferencia por la liquidez, determina la tasa real de interés en circunstancias dadas” (Keynes, 2006, p. 168)⁴. En la caja analítica del autor, la tasa de interés no es el factor que ajusta la inversión al ahorro, sino el factor que “(...) ajusta en el margen la demanda de dinero atesorado a la oferta de dinero atesorado” (Keynes,

3 Wicksell (1898) es un antecedente de Keynes, puesto que: a) la inversión depende de las expectativas de los empresarios, b) la inversión *ex ante* puede ser distinta al ahorro, aunque *ex post* $I = S$, c) el sistema bancario tiene un papel activo y d) los movimientos de la tasa de interés monetaria son independientes de la tasa natural. Keynes considera que Wicksell estaba más próximo a “(...) la idea fundamental de que la tasa bancaria afecta la relación entre la inversión y el ahorro (...) En todo caso (...) fue el primer autor que dejó claro que la tasa de interés influye en el nivel de precios a través de su influencia en la tasa de inversión” (Keynes, 1930, pp. 176-177).

4 La teoría alternativa de la tasa de interés que defiende el profesor Ohlin estipula que la “(...) tasa de interés es simplemente el precio del crédito y, por tanto, es determinada por la oferta y la demanda de crédito (...) Los precios de mercado de los diferentes activos y, por tanto, la tasa de interés son determinados por la oferta y la demanda en la forma usual” (Ohlin, 1937b, pp. 220-225). A lo cual Keynes argumenta que “(...) estamos de vuelta a la doctrina clásica que el profesor Ohlin [repudia] (...), 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” (Keynes, 1937b, p. 245).

1937a, p. 217)⁵. O, si se quiere, la tasa de interés es “(...) el *precio* del dinero atesorado en el sentido de que mide el sacrificio pecuniario que el dueño de dinero atesorado cree que merece la pena asumir al preferirlo a otros derechos y activos que tienen el mismo valor actual” (Keynes, 1937b, 251)⁶.

Este carácter temporal se refleja en la afirmación de Keynes de que, para una cantidad de dinero dada, “(...) habrá, *ceteris paribus*, una determinada tasa de interés o, más propiamente, un complejo determinado de tasas de interés para las deudas de diversos vencimientos” (Keynes, 2006, p. 205). Este complejo de tasas refleja el comportamiento anticipado del público frente a distintos horizontes temporales de inversión y liquidez. Además, Keynes desarrolla una noción más generalizada: cada activo posee una tasa de interés propia, determinada por su rendimiento esperado (q), su costo de mantenimiento (c) y su prima de liquidez (l), de modo que $(q - c + l)$ define su rentabilidad neta. Esto refuerza la idea de que, en

una economía monetaria, los agentes no enfrentan una única tasa homogénea, sino un conjunto diferenciado de tasas asociadas a características específicas de cada activo.

En esta tesitura, el dinero ocupa una posición privilegiada. Keynes destaca que su tasa de interés propia se caracteriza por tener un valor de liquidez extraordinariamente alto en comparación con cualquier otra mercancía o activo. Esta liquidez diferencial del dinero implica que su tasa de interés propia puede mantenerse elevada incluso si su rendimiento físico es nulo y su costo de mantenimiento despreciable. De ahí que el dinero sea preferido como forma de riqueza en contextos de incertidumbre, ya que su alta liquidez permite conservar valor sin comprometerse con rendimientos futuros. Esta propiedad justifica su papel central en la determinación de la tasa de interés monetaria en su estructura analítica y refuerza la tesis de que no existe una tasa de interés homogénea para todas las mercancías.

5 Hicks es enfático al argumentar que “(...) 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 (...) se deduce que la demanda debe ser igual a la oferta de préstamos (...) El método usual de la teoría económica sería considerar que (...) la tasa de interés [está] determinada por la demanda y la oferta de préstamos (...) Por tanto, el “ahorro” y la “inversión” son automáticamente iguales” (Hicks, 1936, p. 246). Keynes replica que Hicks no es muy claro, “(...) pues no define el significado de ‘demanda y oferta de préstamos’. Pero como (...) 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” (Keynes, 1937b, p. 243).

6 Por su parte, Robertson en consonancia con Ohlin y Hicks, sostiene que: “En última instancia, por tanto, no es como una refutación de una explicación de sentido común de los acontecimientos en términos de oferta y demanda de fondos prestables, sino como una versión alternativa de la misma, como debe considerarse la explicación de Keynes tal como finalmente se desarrolló. Por ello, su terminología me parece desafortunada al desviar nuestra atención del factor que en las etapas posteriores de una expansión monetaria suele resultar de importancia decisiva” (Robertson, 1936, p. 183). A lo cual Keynes contraargumenta que “(...) no hace referencia alguna a dónde se puede encontrar la “explicación de sentido común de los fenómenos en términos de oferta y demanda de fondos prestables”, más allá de una nota a pie de página que hace referencia (...) a Hicks [1936] (...) Considero, entonces, que acepta un tratamiento más o menos similar a [él]” (Keynes, 1937b, p. 244).

La preferencia por la liquidez es “(...) una potencialidad o tendencia funcional que fija la cantidad de dinero que el público guardará cuando se conozca la tasa de interés” (Keynes, 2006, p. 168). Si r es la tasa de interés, M la cantidad de dinero y L la función de preferencia por la liquidez, entonces, $M = L(r)$. Así es como la cantidad de dinero penetra en el sistema económico. Keynes se pregunta ¿por qué preferiría alguien guardar su riqueza en una forma que rinde poco o ningún interés a conservarla en otra que sí lo da? La respuesta consiste en que hay “(...) una condición necesaria sin la cual no podría haber preferencia de liquidez por el dinero como medio de conservar riqueza. Esta condición necesaria es la existencia de *incertidumbre* respecto al futuro de la tasa de interés” (Keynes, 2006, p. 168); por ende, la tasa de interés en el espectro de Keynes es “(...) esencialmente un fenómeno de incertidumbre” (Keynes, 1979, p. 221).

La preferencia por la liquidez es una función continua que relaciona cambios en la tasa de interés inversamente con la cantidad de dinero que el público desea poseer; aquella para Keynes expresa el grado de desconfianza con respecto al futuro incierto, tal es así que si aquel aumenta, entonces, la tasa de interés que debe pagarse para evitar que el ahorrador se mantenga líquido también debe aumentar. De esta forma, se constata el efecto significativo que tiene la incertidumbre, por una parte, sobre la preferencia por la liquidez y,

esta, consecuentemente, sobre la tasa de interés; y, por la otra, sobre las expectativas de beneficios a futuro y, estas, en consecuencia, sobre la EMK. La interacción de la tasa de interés con la EMK permite determinar el volumen de inversión efectivo en el sistema económico. Esto explica por qué en el *fulcrum* analítico de Keynes la inversión experimenta “(...) grandes fluctuaciones de un momento a otro, ya que, depende de dos clases de valoraciones sobre el futuro, ninguna de las cuales tiene unos fundamentos suficientes o seguros” (Keynes, 1937a, p. 218). Cabe precisar que, tampoco hay alguna razón para suponer que las fluctuaciones de alguno de estos elementos puedan contrarrestar las fluctuaciones del otro; pues, si aumenta el pesimismo sobre los beneficios futuros, no tiene por qué disminuir la propensión a atesorar. De hecho, las circunstancias que agravan a uno tienden a repercutir, por regla general, al otro; pues las mismas circunstancias que originan mostrarse pesimista sobre los beneficios futuros pueden aumentar la propensión a atesorar.

Motivo financiación

La demanda de dinero o preferencia por la liquidez en la *TG* se explica tanto por los motivos tradicionalmente reconocidos —transacción y precaución— como por el motivo especulación. La tasa de interés no es el mecanismo que equilibra la oferta y demanda de ahorro, sino el factor que ajusta el deseo de conservar riqueza en forma líquida con la

cantidad de dinero disponible, determinada por la autoridad monetaria. Como aclara Keynes, aunque la preferencia por la liquidez debida al motivo especulación corresponde a la posición bajista desarrollada en el *Tratado* (1930), no son conceptos equivalentes. Esta se define como una relación funcional entre el precio de los activos, el volumen de deuda y la cantidad de dinero, y no simplemente como una función de la tasa de interés.

A raíz del debate surgido con el profesor Ohlin (1937a, 1937b), Keynes introduce una innovación crucial al agregar el motivo financiación a la demanda de dinero. Esta inclusión le permite articular de forma más clara la conexión entre las decisiones de producción y su financiamiento, y cuestionar la noción tradicional de que el ahorro antecede a la inversión. En términos precisos, señala que la inversión planeada genera una demanda temporal de dinero antes de ser ejecutada. Esta demanda se diferencia de los saldos monetarios que se movilizan una vez realizada la inversión. Keynes afirma que los empresarios han de tomar decisiones y procurarse crédito o financiación mucho antes de llevar a cabo efectivamente la inversión. Esto implica que deben garantizar su provisión financiera antes de que ocurra el correspondiente acto de ahorro.

Para ejemplificar este proceso, Keynes señala que la inversión requiere una provisión adelantada de efectivo, derivada de la incertidumbre sobre los

ingresos esperados del bien de capital respecto al servicio previsible por las deudas adquiridas. Esto genera lo que denomina “(...) una demanda especial adicional de efectivo” (Keynes, 1937b, p. 247). Esta demanda corresponde al crédito necesario en el intervalo entre la planificación y la ejecución de la inversión. Tal provisión financiera es aplicable no solo a la inversión, sino a cualquier proceso productivo, pero adquiere una dimensión teórica central en el caso de la inversión, especialmente por su carácter no rutinario y de gran magnitud.

Keynes detalla el procedimiento que sigue el empresario: primero, debe obtener liquidez a corto plazo que cubra los costos de producción; luego, busca colocar el bien de capital producido, ya sea vendiéndolo a otro empresario o a un ahorrador que adquiera acciones. En cualquiera de estos casos, quien suministra los fondos —directa o indirectamente— se convierte en propietario del bien de capital y, por tanto, en el inversionista efectivo. Esta lógica en dos etapas es esencial, como explica el propio Keynes: “(...) el empresario (...) debe poder obtener suficiente financiación a corto plazo durante el período de producción de la inversión; y (...) debe poder financiar finalmente sus obligaciones a corto plazo mediante una emisión a largo plazo” (Keynes, 1937c, p. 664).

La demanda de financiación es una demanda de dinero, y aunque no es la

única fuente de demanda monetaria, se enfrenta a condiciones similares a otras demandas: está sujeta a la disponibilidad de liquidez, a las decisiones del sistema bancario y al comportamiento de las preferencias por la liquidez. La tasa de interés relevante para la inversión es aquella determinada por la oferta corriente de dinero y por la situación de las preferencias por la liquidez en el momento en que los empresarios gestionan la financiación para sus decisiones de inversión.

Durante el intervalo que media entre la solicitud de crédito y la ejecución de la inversión, puede surgir “(...) una demanda adicional de liquidez sin que haya surgido aun necesariamente una oferta adicional” (Keynes, 1937c, p. 665). En esta fase financiera aún no se ha producido ahorro ni inversión neta. La financiación requerida es provista por “(...) especialistas, especialmente por los bancos, que organizan y gestionan un fondo circulante de financiación líquida” (Keynes, 1937c, p. 666). Como dicho fondo es circulante, no requiere ahorro previo. En este sentido, Keynes sostiene categóricamente que “(...) el ahorro no desempeña ningún papel” (Keynes, 1937c, p. 668).

Este fondo circulante opera según la lógica de que el flujo de financiación necesario para la inversión *ex ante* suele provenir del flujo de ahorro generado *ex post*. Si la inversión se mantiene constante, ambos flujos coinciden, y no hay tensiones. Pero si la tasa de inver-

sión varía, se producen fluctuaciones en el ingreso, el reflujo de liquidez y el comportamiento de los bancos. En tales circunstancias, señala Keynes, si las preferencias por la liquidez no varían, “(...) un aumento de la financiación exigida por la producción *ex ante* [inversión *ex ante*] (...) con respecto a la financiación proporcionada por la producción *ex post* [inversión *ex post*] (...) provoca una subida de la tasa de interés” (Keynes, 1937c, p. 667).

Este punto —el efecto de un aumento de la actividad planeada sobre la demanda de dinero— fue pasado por alto en la *TG*, como él mismo admite. Allí sólo consideró el efecto de un aumento de la actividad efectiva, pero ambas se superponen: un incremento de la actividad efectiva debe originar un incremento de la tasa de interés, la cual será superpuesta por el provocado por un aumento de la actividad planeada, a menos que el sistema bancario y el público estén dispuestos a liberar efectivo.

Keynes concluye que la escasez de liquidez, no de ahorro, puede frenar la inversión. Así lo expresa: “(...) los recursos financieros (...) regulan el ritmo de la nueva inversión” (Keynes, 1937b, p. 248). Si el sistema bancario facilita el crédito para financiar la inversión planeada, se generará un ingreso adicional que permitirá crear el ahorro necesario para sostener la inversión realizada. Por tanto, la inversión determina el ahorro, no a la inversa; en palabras del autor, “(...) el control de la financiación es (...)”

un método potente (...) para regular la (...) inversión” (Keynes, 1937b, p. 248).

Esta lógica revela el papel estructural del sistema bancario como intermediario entre las decisiones de inversión y la liquidez efectiva, pues “(...) su política es un determinante tan importante del ritmo al que puede realizarse nueva inversión” (Keynes, 1937c, p. 666). El motivo financiación se integra de forma coherente en su teoría de la tasa de interés basada en la preferencia por la liquidez. Con expectativas dadas y una oferta monetaria controlada por la autoridad central, la tasa de interés resulta de la interacción entre oferta y demanda de recursos líquidos. Keynes concluye, la tasa de interés es “(...) la tasa a la que se equilibran la demanda y la oferta de recursos líquidos. El ahorro no desempeña ningún papel” (Keynes, 1937c, p. 668).

La transición de un nivel de actividad menor a uno mayor requiere inevitablemente un incremento en la demanda de liquidez, que no puede resolverse mediante un alza en la tasa de interés, a menos que el sistema bancario amplíe la oferta monetaria o el público libere saldos líquidos. Pero aun cuando el público desee ahorrar más, eso no resuelve el problema de liquidez inicial. Por ello, enfatiza: “(...) los bancos ocupan el lugar clave en la transición de un volumen menor de actividad a un volumen mayor. Si se niegan a suavizar su política, la creciente congestión (...) impedirá la mejora, independiente-

mente de la cantidad que quiera ahorrar el público de sus ingresos futuros” (Keynes, 1937c, p. 668). En definitiva, “(...) el mercado de inversión puede congestionarse por una escasez de efectivo. Nunca puede congestionarse porque haya escasez de ahorro. Ésta es mi conclusión más importante a este respecto” (Keynes, 1937c, p. 669). El motivo financiación, entonces, no solo aclara una dimensión técnica del ciclo económico, sino que refuerza la crítica estructural de Keynes a la teoría ortodoxa del ahorro como prerequisite de la inversión. En una economía monetaria de producción, el crédito actúa como vínculo entre magnitudes reales y financieras, y la financiación —como afirma enfáticamente— “(...) no tiene nada que ver con el ahorro (...) son simples entradas contables de créditos y débitos, que permiten a los empresarios seguir adelante con seguridad” (Keynes, 1937b, p. 247).

Análisis de corto plazo

De los supuestos sobre los que se construye la *TG*, el concerniente a “(...) consideramos dados (...) la calidad y cantidad del equipo (...) [y] el estado de la técnica” (Keynes, 2006, p. 245), es clave. Es aceptado que el armazón económico propuesto por Keynes, principalmente a lo largo de los primeros 18 capítulos, se circunscribe en el corto plazo de Marshall caracterizado por un stock de capital dado y un estado de la técnica, *i.e.*, no existe progreso técnico.

Ahora bien, hay un cambio de posición de Keynes entre el *Tratado* y la *TG*, el cual consistió en dos aspectos significativos: a) un cambio de magnitudes actuales a esperadas y b) una distinción entre expectativas individuales particulares, corto plazo, y el efecto del estado de expectativas generales, largo plazo; fue la introducción expresa de estos dos puntos que enfatizan el hecho de que la economía bajo escrutinio era una con funciones cambiantes impredecibles y cambios imprevistos, lo cual era demasiado complejo para la exposición de lo que consideraba su contribución más fundamental, *i.e.*, el principio de la demanda efectiva. Para resolver el problema, la solución propuesta por Keynes consistió en suponer el estado general de las expectativas a largo plazo como dado y constante permitiéndole dar formas específicas a las funciones; este supuesto no implica que, por una parte, las expectativas y la incertidumbre no existan y, por otra, es distinto a suponer previsión perfecta y certeza.

INVERSIÓN A LARGO PLAZO

Para comprender mejor el giro analítico de Keynes en relación con la estructura temporal de su teoría, es pertinente contrastarlo con el enfoque ricardiano. Mientras que la *TG* parte de un marco a corto plazo con expectativas dadas para permitir el análisis funcional del principio de la demanda efectiva, el largo plazo ricardiano se construye sobre supuestos de estabilidad estructural y previsibilidad. Como advierte el

propio Keynes, en la estructura analítica ricardiana:

(...) los hechos y las expectativas siempre estaban dados de una forma definida y calculable y que los riesgos (...), si bien se admitían, eran susceptibles de un cálculo actuarial exacto. Se suponía que el cálculo de probabilidades, aunque no se mencionaba explícitamente, podría reducir la incertidumbre al mismo estatus calculable que el de la propia certeza. (Keynes, 1937a, pp. 212-213)

De acuerdo con Keynes, el problema del papel que desempeñan las expectativas en la teoría económica se explica porque conceden importancia únicamente al primer término de la serie Π_j . Para observar mejor este punto, podemos retomar la ecuación del precio de oferta del capital o costo de reposición:

$$P_K^o = \frac{\Pi_1}{(1+\rho)} + \frac{\Pi_2}{(1+\rho)^2} + \dots + \frac{\Pi_n}{(1+\rho)^n} \quad [7]$$

Al suponer $\Pi_1 = \Pi_2 = \dots = \Pi_n = \Pi$, entonces, se obtiene:

$$P_K^o = \Pi \left[\frac{1}{(1+\rho)} + \frac{1}{(1+\rho)^2} + \dots + \frac{1}{(1+\rho)^n} \right] \quad [8]$$

Luego de algunos sencillos pasos algebraicos se arriba finalmente a: $P_K^o = \Pi \left[\frac{(1+\rho)^n - 1}{\rho(1+\rho)^n} \right]$. Este resultado, advierte el autor, solo es posible en una teoría estática y solo es válido en una situación estacionaria. La teoría ortodoxa comete un error al considerar a la EMK principalmente en términos del rendimiento corriente del equipo de producción, lo

cual sólo sería correcto en la situación estática en la cual no hubiera cambios futuros que influyeran sobre el presente; por ende, aquella rompe el eslabón teórico entre el presente y el futuro, pues la razón de un futuro económico ligado con el presente se encuentra en la existencia de equipo duradero.

Incertidumbre y el estado de las expectativas a largo plazo

La noción de incertidumbre en Keynes ha sido a menudo asociada con la distinción planteada por Frank H. Knight (1947) entre riesgo e incertidumbre. Para Knight, el riesgo es mensurable y puede ser gestionado mediante probabilidades conocidas, mientras que la incertidumbre verdadera es no cuantificable y remite a lo desconocido. Como él mismo señala, la incertidumbre “(...) no es susceptible de medición, ni de eliminación” (Knight, 1947, p. 208). Esta distinción resulta útil para comprender el tipo de incertidumbre que Keynes identifica como estructural en una economía monetaria: aquella que impide que los agentes puedan basarse en probabilidades objetivas o información completa. En su lugar, estos recurren a convenciones, estados de confianza y juicios subjetivos para anticipar el futuro, lo cual impacta directamente en las decisiones de inversión. Por tanto, cuando se haga alusión a la incertidumbre y su diferencia respecto al riesgo cuantificable debemos tener presente que se hace referencia a los conceptos personifi-

cados a partir de las perspectivas de Keynes y Knight. Esta comprensión es clave para interpretar por qué, en la *TG*, la inversión no responde a condiciones objetivas de equilibrio, sino a expectativas inestables que están mediadas por la incertidumbre.

Cuando se considera una decisión de inversión, las expectativas relevantes son las expectativas a largo plazo. En palabras del autor, en el “(...) caso de los bienes durables, las expectativas a corto plazo del productor se basan en las expectativas corrientes a largo plazo del inversionista” (Keynes, 2006, p. 51); más adelante precisa —al analizar la separación entre propiedad y administración— que “(...) ciertas clases de inversiones se rigen por el promedio de las expectativas de quienes trafican en la bolsa de valores (...) más bien que por expectativas genuinas del empresario profesional” (Keynes, 2006, p. 151). El volumen de inversión está “(...) expuesto a influencias muy complejas” (Keynes, 2006, p. 314), pues, la “(...) eficiencia marginal del capital [es] movедiza y altamente inestable” (Keynes, 2006, p. 204), debido a que no depende únicamente del costo corriente de producción de los bienes de capital y de la abundancia o escasez existente de estos, sino también de las expectativas actuales respecto al futuro rendimiento de los bienes de capital. Por ende, concluye el autor, para “(...) el caso de los bienes durables resulta natural y razonable, por tanto, que las expectativas del futuro jueguen un papel dominante en la deter-

minación de la escala en que parezcan recomendables nuevas inversiones” (Keynes, 2006, p. 315).

El empresario se basa en el estado de las expectativas a largo plazo para estimar lo que podrá obtener en forma de ganancias futuras en el caso de comprar producción terminada como adición a su equipo de capital. Ahora, el estado de expectativas a largo plazo que sirven de base a las decisiones depende de los pronósticos más probables que se puedan realizar y el estado de confianza con que se haga la previsión, *i.e.*, de qué magnitud se estima la probabilidad de que el mejor pronóstico sea por completo equivocado. El predominio del estado de confianza en los problemas económicos se da a través de su importante influencia sobre la curva de la EMK.

El primer argumento señalado por el autor sobre el estado de confianza consiste en destacar lo endeble de nuestro conocimiento respecto al futuro para calcular los rendimientos de la inversión: “(...) tenemos que admitir que las bases de nuestro conocimiento para calcular el rendimiento probable [de una inversión] (...) es muy limitado y a veces nulo” (Keynes, 2006, pp. 149-150). El segundo, introduce el concepto de convención, cuya esencia consiste “(...) en suponer que la situación existente en los negocios continuará por tiempo indefinido, excepto cuando tengamos razones concretas para esperar una modificación” (Keynes, 2006, p.

152). Esta convención indudablemente tiene puntos débiles, justamente el que sea precario origina una parte importante del problema de lograr un volumen suficiente de inversión. Entre los factores que aumentan esta debilidad se encuentran: el poco conocimiento real de quienes poseen o proyectan valorar inversiones y las oleadas de sentimientos optimistas o pesimistas que inciden en el mercado, ya que no hay bases sólidas para un cálculo razonable.

Otro elemento que introduce es la inestabilidad derivada de las características de la naturaleza humana, pues gran parte de las “(...) actividades positivas dependen más del optimismo espontáneo que de una expectativa matemática, ya sea moral, hedonista o económica (...) la mayor parte de nuestras decisiones (...) pueden considerarse como resultado de la fogosidad de un resorte espontáneo” (Keynes, 2006, p. 161). Keynes está convencido de la naturaleza subjetiva de la formación de las expectativas, de la necesidad de los *animal spirits* y el instinto de juego para que la inversión se cristalice, enfatiza que, las decisiones humanas “(...) que afectan el futuro (...) no pueden depender de la expectativa matemática estricta, desde el momento que las bases para realizar semejante cálculo no existen (...) con frecuencia hallando el motivo en el capricho, el sentimentalismo o en el azar” (Keynes, 2006, pp. 162-163).

De este modo, Keynes se vuelve un poco escéptico respecto al éxito de una

política puramente monetaria dirigida a influir sobre la tasa de interés y, por ende, sobre la inversión, si el estado de confianza continúa deteriorándose; por eso explica que “(...) probablemente las fluctuaciones en la estimación que haga el mercado de la eficiencia marginal de las diferentes clases de capital (...) serán demasiado grandes para contrarrestarlas con alguna modificación factible de la tasa de interés” (Keynes, 2006, p. 164). Lo anterior no quiere decir que el autor considere la inversión como inelástica a la tasa de interés, sino más bien que, para él, el origen de la inestabilidad está en las expectativas vinculadas a la inversión y, consecuentemente, es en estas que se debe intervenir. A partir de esto, justifica la intervención del Estado en el sistema económico, a través de la inversión gubernamental, y destaca: “Espero ver al Estado, que está en situación de poder calcular la eficiencia marginal de los bienes de capital a largo plazo (...) asumir una responsabilidad cada vez mayor en la organización directa de las inversiones” (Keynes, 2006, p. 164).

El estado de las expectativas a largo plazo está íntimamente ligado a la psicología futura del mercado, por ende, siempre hay espacio para la actividad especuladora. Las expectativas son inestables. El estado de confianza es precisamente este elemento especulativo. En general, las expectativas a futuro tienden a fundamentarse en los hechos que se conocen, lo que da pie al predominio de la actividad empresarial,

pero hay ocasiones en que el estado de confianza se deteriora, la incertidumbre domina y, entonces, la especulación prevalece (Obregón, 1989). Así pues, desde la perspectiva de Keynes, se requiere incidir directamente sobre la inversión, pues esta es el elemento inherentemente inestable de la economía y, en consecuencia, la solución ha de dirigirse a la causa de la inestabilidad, *i.e.*, a las expectativas, concretamente al estado de confianza.

Entre los factores no económicos que inciden sobre el estado general de las expectativas a largo plazo se encuentran “(...) todos los elementos de duda e incertidumbre, consejos interesados y desinteresados, modas, convenciones y todo lo que puede afectar a la opinión del inversor” (Keynes, 1937a, p. 217). La incertidumbre en el sentido de Keynes-Knight es de hecho un parámetro de comportamiento —de confianza— sobre el futuro. Al introducir la EMK, Keynes introduce justamente la incertidumbre como un parámetro de confianza, tan es así que cuando los agentes económicos se sienten cómodos con el estado de cosas actual, entonces, descuentan el futuro con expectativas optimistas, mientras que, si se sienten incómodos, lo descuentan con expectativas pesimistas. Así, cuando el estado de confianza decae y se debilitan las convenciones, los agentes económicos se tornan pesimistas con respecto al futuro y lo descuentan con una tasa de EMK

muy alto, lo cual hace inviable el proyecto de inversión.

Si bien la economía por casualidad, por causas esporádicas puede inicialmente estar caracterizada por la “(...) práctica de la calma y la inmovilidad, de la certeza y la seguridad” (Keynes, 1937a, p. 215), al presentarse un shock, el futuro se torna incierto. La información se erige ahora sobre endebles cimientos, en consecuencia, nuevos “(...) miedos y esperanzas se adueñan, sin avisar, de la conducta humana. Las fuerzas de la desilusión pueden imponer de repente una nueva base convencional de valoración” (Keynes, 1937a, p.215). Y la “(...) desilusión viene porque de repente surgen dudas en relación con la confianza que puede tenerse en el rendimiento probable (...) Una vez que la duda surge, se extiende rápidamente” (Keynes, 2006, p. 317). De este modo, la incertidumbre se cristaliza en conductas y acciones que inciden sobre todo el almacén económico y provocan un colapso repentino de la EMK.

En el capítulo 22 de la *TG*, en el cual Keynes aborda algunas breves consideraciones sobre el ciclo económico, considera el colapso de la EMK como determinante tanto del ciclo como de las variaciones de la preferencia por la liquidez; en palabras del autor, “(...) el hecho de que un derrumbamiento en la eficiencia marginal del capital tienda a ir acompañado por un alza en la tasa de interés, puede agravar mucho el descenso en la inversión” (Keynes, 2006, p.

316). Esto último llama la atención por el hecho de que la autoridad monetaria central al fijar su política monetaria y definir la brecha entre las tasas, aquella en lugar de reducir el problema podría agravarlo y provocar una caída aún mayor del ingreso.

Retomando el colapso de la EMK, este “(...) puede ser tan completo que no baste ninguna reducción factible en la tasa de interés” (Keynes, 2006, p. 316), pues si un descenso de esta fuera un remedio efectivo por sí misma, entonces sería viable una recuperación en un breve lapso y, especialmente, bajo la conducción de medios más o menos directos de la autoridad monetaria. No obstante, tal posibilidad queda descartada en el almacén económico de Keynes, debido a que “(...) no es tan fácil resucitar la [EMK] estando (...) determinada por la indirigible y desobediente psicología del mundo de los negocios. Es el retorno de la confianza (...) el que resulta tan poco susceptible de control en una economía de capitalismo” (Keynes, 2006, p. 317).

En una economía como la de Estados Unidos, cuya sociedad está caracterizada por una mentalidad de accionista, su disposición a gastar está más “(...) influida por las alzas y bajas en el valor de sus inversiones que por el estado de sus ingresos (...) [de modo tal que] un mercado de valores al alza puede ser condición casi esencial de una propensión a consumir satisfactoria” (Keynes, 2006, p. 319). Así que el colapso de la

EMK, por desgracia, también afecta “(...) en forma adversa la propensión a consumir, porque entraña una disminución considerable en el valor del mercado de los valores de rendimiento variable en la bolsa” (Keynes, 2006, p. 319).

En la *TG*, el estado general de expectativas a largo plazo es independiente del sistema y puede cambiar autónomamente en reacción a factores económicos y no económicos, además, de ser un determinante importante de la EMK, la preferencia por la liquidez y la propensión a consumir; las expectativas a corto plazo pueden no cumplirse y, finalmente, la decepción de las expectativas a corto plazo no puede afectar a las expectativas a largo plazo, y viceversa.

Derivado del análisis previo se puede concluir que Keynes no desarrolló una teoría de la inversión a largo plazo, no obstante, estableció los cimientos para ello al plantear los factores que inciden sobre las expectativas a largo plazo y, en consecuencia, sobre la inversión a largo plazo. El capítulo 12 de la *TG* es justamente donde lleva a cabo una minuciosa digresión sobre las expectativas a largo plazo, de ahí el título de aquel.

Análisis de largo plazo

Considerando lo examinado hasta este momento podemos señalar dos cuestiones. La primera, como la condición necesaria sin la cual no podría haber

preferencia de liquidez por el dinero es la existencia de incertidumbre respecto al complejo de tasas para plazos variables que regirá en el futuro, entonces, la tasa de interés a corto plazo es distinta a la tasa de interés a largo plazo; dicho de forma alterna, las tasas de interés a corto plazo no son extensivas —predictivas— de las tasas de interés a largo plazo, lo cual justamente deriva de la posible presentación de choques exógenos, los cuales nadie puede predecir, nadie lo sabe. La segunda consiste en que el largo plazo no puede ser la sucesión de períodos cortos, justamente por nuestra ignorancia respecto al futuro; *i.e.*, si desconocemos el futuro, porque es incierto, entonces es posible que durante algún período de tal sucesión la economía se vea perturbada por un shock, lo cual provocará que la convención se quebrante y, en consecuencia, incida sobre el estado de confianza tanto de los inversionistas profesionales como de los empresarios, y repercuta sobre la inversión y, a través de esta, sobre el nivel de ingreso y de empleo del sistema económico.

En cuanto al análisis de largo plazo o de períodos largos, Keynes reflexiona lo siguiente. Primero, precisa que en “(...) condiciones estáticas donde el futuro no afecta al presente o donde necesariamente se asemeja siempre al pasado, entran en juego condiciones limitantes especiales” (Keynes, 1979, 221), luego, estipula que su análisis es de largo plazo, *i.e.*, “después del lapso de un período de tiempo considerable en lugar

del período largo en el sentido técnico” (Keynes, 1979, p. 221), lo que tal vez para algunos economistas significa lo mismo que un análisis de períodos largos, “No estoy seguro de si por teoría de periodos largos quiere decir una teoría adaptada a alguna situación de este género o si para usted significa la misma cosa como se ha definido líneas arriba por largo plazo” (Keynes, 1979, p. 221). Esto le permite precisar que incluso en un análisis de largo plazo tal que, los precios relativos no sean los de equilibrio, “(...) no necesito una modificación esencial de mi teoría de la preferencia por la liquidez (...) La tasa de interés sigue dependiendo de la interacción entre la preferencia por la liquidez y la cantidad de dinero en términos de unidades salariales” (Keynes, 1979, p. 222). En esta dirección precisa que “(...) debería estar preparado para argumentar que, en un mundo gobernado por la incertidumbre con un futuro incierto ligado a un presente real, una posición final de equilibrio, tal como se trata en la economía estática, no existe propiamente” (Keynes, 1979, p. 222).

Keynes concluye que una teoría del período largo generalizada es significativamente más compleja que la teoría tradicional, pues aquella ha de estipular una “(...) distinción clara entre la tasa de interés (...), las expectativas de cuasi-rentas y el estado de preferencia temporal (...) tres conceptos diferentes (...), es tan importante para una teoría del período largo (...)

como para una (...) del período corto” (Keynes, 1979, p. 57).

Derivado del discernimiento realizado se enfatiza que existen tres dificultades de la teoría de la inversión en el marco de análisis de largo plazo: *i*) existe un problema, derivado del poco conocimiento que se tiene sobre el futuro —el cual *ex definitio* es incierto—, concerniente a cómo calcular la serie de los rendimientos; *ii*) la tasa de interés a corto plazo es distinta a la tasa de interés a largo plazo y *iii*) las fuentes de financiamiento. Por ende, se puede concluir que el corto plazo no puede ser la extensión del largo plazo.

CONCLUSIONES

La estructura analítica de Keynes provee un análisis alternativo de los vínculos entre el pasado, el presente y el futuro en la toma de decisiones en materia de inversión con respecto al análisis de la inversión ortodoxa. Su teoría de la inversión es una mezcla de elementos subjetivos —por ejemplo, las expectativas, la convención y los *animal spirits*— y objetivos —como la EMK y la tasa de interés—; cabe puntualizar que hizo énfasis en los determinantes subjetivos de la inversión, los límites a la cuantificación y el papel del comportamiento convencional. La estructura analítica de Keynes se distingue también por incorporar una pluralidad de tasas de interés derivadas de la diversidad de activos en la economía; así, su análisis no asume una única

tasa que equilibra ahorro e inversión, sino un conjunto de tasas —las tasas de interés propias— que reflejan los rendimientos esperados, los costos y la liquidez específica de cada activo. Esto complica las condiciones de equilibrio y refuerza la inestabilidad inherente del sistema económico.

La diferencia esencial entre el análisis de Keynes y el ortodoxo sobre la inversión radica tanto en los determinantes específicos que se consideran relevantes —como la EMK basada en los rendimientos esperados— como en el modo en que se concibe la racionalidad de los empresarios e inversores en contextos de incertidumbre. En el *fulcrum* analítico de Keynes, las decisiones de inversión no se basan en un cálculo perfectamente informado de rendimientos actuales, sino en juicios sobre un futuro incierto, mediados por convenciones, confianza y expectativas. En palabras del propio Keynes: “la eficiencia marginal del capital depende del rendimiento *probable* del capital y no solamente de su rendimiento corriente” (Keynes, 2006, p. 141). Este elemento intertemporal es fundamental, ya que introduce un componente psicológico y subjetivo ausente en el marco clásico.

La importancia de una comprensión diferente de la racionalidad se debe al papel crucial desempeñado por las expectativas en la determinación de las decisiones de inversión. En el enfoque del autor, las fuerzas psicológicas cumplen un papel crucial en su análisis. Los

factores psicológicos fundamentales —la propensión psicológica a consumir, la actitud psicológica respecto a la liquidez y la expectativa psicológica del rendimiento futuro de los bienes de capital— son, junto con la unidad de salarios y la cantidad de dinero, las variables independiente últimas en la economía, que determinan el ingreso nacional y la cantidad de empleo. De acuerdo con el autor, cuando no hay fundamento para el cálculo racional, el comportamiento está dictado por motivaciones psicológicas y fuerzas no racionales, tales como los *animal spirits* y las convenciones. De este modo, el tratamiento llevado a cabo por Keynes es un análisis complejo de la naturaleza del incentivo a invertir y del comportamiento económico en condiciones de incertidumbre; los cuales contienen una mezcla de factores objetivos y subjetivos. Por lo tanto, su contribución a la teoría de la inversión es fundamental, además de representar un cisma respecto al pensamiento económico dominante de su tiempo.

Finalmente, derivado de la presunción concerniente a que no logró construir completamente una teoría de la inversión a largo plazo, pero sí de establecer los cimientos para esta, entonces nos atrevemos a precisar que el capítulo 12, *El estado de las expectativas a largo plazo*, ha de ser considerado como *paradigmático* justamente por ello, *i.e.*, por no ser introducido en el marco de análisis del capítulo 18, en el cual se

examina el *nuevo planteamiento de la teoría general de la ocupación*.

La reconstrucción del núcleo analítico de Keynes permite afirmar que el enfoque sobre la inversión representa una ruptura de múltiples niveles con la tradición clásica y neoclásica. En el plano epistemológico, abandona el supuesto de conocimiento perfecto y sustituye la certeza por un entorno de incertidumbre. En el plano conceptual, redefine los determinantes de la inversión al poner las expectativas sobre el rendimiento futuro como elemento central, y no el rendimiento actual o la tasa de interés natural. En el plano normativo, implica un giro en la visión del funcionamiento económico: ya no es el mercado el que garantiza el equilibrio automático, sino la política económica la que debe asumir un papel activo para contrarrestar la inestabilidad inherente al sistema. En este marco, la teoría de Keynes, además de ofrecer una explicación distinta del ciclo económico, proporciona una comprensión más realista y crítica del capitalismo contemporáneo.

AGRADECIMIENTOS

Un agradecimiento especial al Dr. Ricardo Solís Rosales, cuya invaluable dirección en mi tesis doctoral, de la cual se desprende este artículo, fue fundamental. Su legado y constante orientación perduran en este trabajo.

A los jurados evaluadores, por los comentarios y sugerencias brindados, y al equipo editorial de la *Revista Apuntes del CENES*.

FINANCIAMIENTO

Esta investigación no recibió ningún tipo de financiación. Forma parte de las actividades del autor como investigador dentro de su institución de adscripción.

DECLARACIÓN DE CONFLICTOS DE INTERESES

El autor declara no tener conflictos de intereses con ninguna entidad o individuo que puedan influir en la presentación de resultados de la presente investigación.

CONTRIBUCIÓN DE LOS AUTORES

Esta investigación es resultado del trabajo exclusivo del autor, quien participó en todas las fases del proceso, incluyendo la conceptualización, el diseño de la metodología, el análisis formal, así como la redacción y revisión de la edición del manuscrito borrador y final.

DECLARACIÓN DEL USO DE IA

El autor declara que no se utilizaron herramientas de inteligencia artificial (IA) en la generación, análisis o redacción de este manuscrito.

REFERENCIAS

- [1] Bridel, P. (1987). *Cambridge Monetary Thought: Development of Saving-Investment Analysis from Marshall to Keynes*. St. Martin's Press. <https://doi.org/10.1007/978-1-349-18662-4>
- [2] Garegnani, P. (1978). Nuevas notas sobre consumo, inversión y demanda efectiva. *El Trimestre Económico*, 45(177), 75-107.
- [3] Hicks, J. R. (1936). Keynes' Theory of Employment. *The Economic Journal*, 46(182), 238-253. <https://doi.org/10.2307/2225227>
- [4] Hicks, J. R. (1937). Mr. Keynes and the "Classics": A Suggested Interpretation. *Econometrica*, 5(2), 147-159. <https://doi.org/10.2307/1907242>
- [5] Keynes, J. (1930). *A Treatise on Money* (vol. I: The Pure Theory of Money). Reimpreso en Keynes' Collected Writings, vol. V.
- [6] Keynes, J. (1930). *A Treatise on Money* (vol. II: The Applied Theory of Money). Reimpreso en Keynes' Collected Writings, vol. VI.
- [7] Keynes, J. (1933). A Monetary Theory of Production. In *Der Stand und die Nächste Zukunft der Konjunkturforschung: Festschrift für Arthur Spiethoff*. Reimpreso en Keynes' Collected Writings, vol. XIII.
- [8] Keynes, J. (2006). *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*. Fondo de Cultura Económica. (Obra publicada originalmente en 1936).
- [9] Keynes, J. (1937a). The General Theory of Employment. *The Quarterly Journal of Economics*, 51(2), 209-223. Reimpreso en Keynes' Collected Writings, vol. XIV. <https://doi.org/10.2307/1882087>
- [10] Keynes, J. (1937b). Alternative Theories of the Rate of Interest. *The Economic Journal*, 47(186), 241-252. Reimpreso en Keynes' Collected Writings, vol. XIV. <https://doi.org/10.2307/2225525>
- [11] Keynes, J. (1937c). The "Ex-Ante" Theory of the Rate of Interest. *The Economic Journal*, 47(188), 663-669. Reimpreso en Keynes' Collected Writings, vol. XIV. <https://doi.org/10.2307/2225323>
- [12] Keynes, J. (1979). The General Theory and After, A Supplement. Edited by Donald Moggridge. Vol. XXIX de Keynes' Collected Writings.

- [13] Knight, F. (1947). *Riesgo, incertidumbre y beneficio*. Aguilar. (Obra publicada originalmente en 1921).
- [14] Marshall, A. (2005). *Principios de economía*. Editorial Síntesis. (Obra publicada originalmente en 1890).
- [15] Obregón, C. (1989). *Controversias macroeconómicas contemporáneas*. Editorial Trillas.
- [16] Ohlin, B. (1937a). Some Notes on the Stockholm Theory of Savings and Investment I. *The Economic Journal*, 47(185), 53-69. <https://doi.org/10.2307/2225278>
- [17] Ohlin, B. (1937b). Some Notes on the Stockholm Theory of Savings and Investment II. *The Economic Journal*, 47(186), 221-240. <https://doi.org/10.2307/2225524>
- [18] Robertson, D. H. (1936). Some Notes on Mr. Keynes' General Theory of Employment. *The Quarterly Journal of Economics*, 51(1), 168-191. <https://doi.org/10.2307/1882506>
- [19] Schumpeter, J. 1984). *Historia del análisis económico*. Fondo de Cultura Económica. (Obra publicada originalmente en 1954).
- [20] Wicksell, K. (1936). *Interest and Prices*. Translated by R. F. Kahn. Macmilan. (Obra publicada originalmente en 1898).