



## MICHAL KALECKI

Michal Kalecki (1899-1970) ocupa un lugar central en la ciencia económica del siglo XX. Con Keynes, aunque de manera separada, sienta las bases de una de las principales corrientes económicas de la actualidad: la demanda efectiva.

El origen, la nacionalidad y la extracción social de Kalecki impidieron que se le reconocieran ampliamente sus aportes a la economía. Provenía de una familia judía humilde, de un país en desarrollo (Polonia) que posteriormente formó parte del bloque soviético, donde la crítica era penalizada.

Por razones económicas no pudo terminar la carrera de ingeniería y su trabajo lo acercó a la economía, de la cual fue un autodidacto. Sus reflexiones teóricas están determinadas por la crisis de los años treinta, alejado de la economía neoclásica. Ello le permitió rebasar a sus contemporáneos, señaladamente a Keynes, al introducir nuevos elementos a la crítica de las políticas económicas dominantes, destacándose el oligopolio, la determinación de los precios con base en el margen de ganancias y el comportamiento del ciclo económico.

Casi desde el inicio de su carrera como economista (1933), desarrolla las bases de la teoría de la demanda efectiva, las cuales no fueron reconocidas como ideas revolucionarias por su limitada difusión y la falta de entendimiento por parte de sus colegas. De hecho su obra completa no se publicó hasta 1990.

La vida de Kalecki toma un nuevo giro en 1936. Se aleja por una larga temporada de Polonia. Inicialmente viaja a Suecia, donde conoce a Myrdall, después pasa un largo período en Inglaterra, donde conoce a Robinson, Khan y Sraffa y al propio Keynes, y se convierte en el líder del grupo de "refugiados", entre los que se encuentra Steindl, Balogh, Goldman, Mandelbaum y Schumaker. Posteriormente se traslada a Canadá y después pasa una temporada en Estados Unidos, como asesor de la sección económica de las Naciones Unidas.

En 1955 retorna en definitiva a Polonia. En los primeros años (1956-1960) incide en la política económica del gobierno de Gomulka y después se dedica a la vida académica, convirtiéndose a la Universidad de Varsovia en un importante centro de investigación económica, con reconocimiento mundial, donde se educan importantes generaciones de economistas.

La vida de Kalecki estuvo marcada por el compromiso con sus ideas y la solidaridad con sus compañeros, lo cual genera una larga lista de renuncias y cambios de trabajo que terminan por alejarlo de su vida profesional en 1968. Su primera protesta ocurrió en 1937 en Inglaterra, cuando renunció al Instituto de Investigaciones de Ciclos Económicos y Precios de Polonia por la destitución de sus colegas Marek Breit y Ludwig Landau, no obstante encontrarse con grandes limitaciones económicas. En 1945, molesto por el desdén académico que los ingleses manifestaban por el grupo de refugiados, renuncia a su trabajo en el Instituto de Estadística de Oxford. Lo mismo ocurre con su puesto en Naciones Unidas, del cual dimite por la discriminación de presuntas creencias políticas que caracteriza a la era macartista. Finalmente, ya en Polonia, es atacado por el gobierno, alejándolo de su trabajo en la planificación económica y, posteriormente, sus colaboradores son expulsados de sus trabajos y algunos encarcelados a causa de la purga de los "revisiónistas" y "sionistas", que culmina en 1968, aniquilando los centros académicos que se destacaron por tener pensadores independientes.

resultado de este supuesto, Kalecki realiza un análisis dinámico del funcionamiento económico, alejándose de la búsqueda de equilibrios e introduce de manera explícita la presencia de capacidad ociosa no planificada. Segundo, otorga importancia secundaria al comportamiento subjetivo de los agentes, relegando la función utilidad del análisis económico. En el marco teórico de Kalecki se resta importancia a las expectativas de los individuos y se resalta la importancia de las variables objetivas, como la tasa de ganancia. Tercero, reconoce la existencia de las clases sociales, otorgándoles distintas funciones a los actores económicos. Ello introduce jerarquías entre los agentes productivos, postulándose el dominio de los empresarios en la determinación del volumen de la inversión y, por tanto, del ingreso; además, destaca la posición central de los bancos en el crecimiento económico mediante el papel que desempeñan en el financiamiento de la inversión. En palabras de Kalecki, "los capitalistas ganan lo que gastan y los trabajadores gastan lo que ganan".<sup>4</sup> Finalmente, debe resaltarse que junto con R. Frisch fue el fundador de la teoría matemática de la economía dinámica y de los ciclos de negocios,<sup>5</sup> permitiéndole postular una teoría más precisa, aunque criticada por ser muy lacónica.

A partir de las anteriores consideraciones es posible afirmar que las bases analíticas de Kalecki son radicalmente diferentes de las utilizadas por Keynes. M. Sawyer las resume en tres rubros:

a) Kalecki opera dentro de un marco analítico ricardiano-marxista, alejado de la visión marshalliana, punto de partida de Keynes, impidiéndole a este último despojarse de todos los supuestos de la teoría neoclásica, expresados mediante la búsqueda de equilibrios y la utilización de análisis comparativos estáticos para explicar procesos dinámicos, manteniendo constante el acervo de capital fijo.

b) La diferenciación de clases introducida desde el inicio por Kalecki otorga importancia central al mercado de productos, donde los precios son determinados por los costos y un margen de ganancia (*mark up*), mientras que Keynes concede poca importancia a este sector al argumentar que los precios son función de los costos marginales y que pueden ser modificados por los salarios. La consecuencia de esta diferencia es que Keynes resalta la importancia del mercado financiero; sostiene que las perturbaciones económicas se generan fundamentalmente en dicho sector y se originan por las expectativas cambiantes e

4. Esta proposición fue divulgada por Kaldor como la "teoría de los beneficios de Kalecki". George R. Feiwel, *Kalecki: contribuciones a la teoría de la política económica*, Fondo de Cultura Económica, México, 1981.

5. Kalecki, a diferencia de los neoclásicos, utilizó la formalización matemática no como un objetivo en sí mismo, sino como un vehículo para aclarar ideas. En el prólogo a la edición japonesa de *La teoría de la dinámica económica* escribe: "Este libro está plagado de fórmulas y diagramas de dispersión. Esto puede confundir al lector y pensar que el objetivo fundamental de este libro es la aplicación de las matemáticas y las estadísticas al análisis económico. Éste no es el caso. Las fórmulas matemáticas se usan para abreviar y precisar los planteamientos". Peter Kriesler y B. McFarlane, "Michal Kalecki on Capitalism", en *The Legacy of Michal Kalecki*, op. cit.

incierto de los individuos. Por su parte Kalecki, pese a que otorga importancia al sector financiero, no lo hace responsable de las fluctuaciones económicas. Desde la perspectiva de este autor, la masa de ganancias y el acervo de capital, además de contener las expectativas inciertas y dar cuenta de perturbaciones del sector financiero, son los principales responsables de las fluctuaciones económicas y del movimiento cíclico de la inversión.

c) La otra diferencia entre los fundadores de la teoría de la demanda efectiva reside en la filosofía y las actitudes que muestran hacia el capitalismo y el socialismo.<sup>6</sup> Pese a que ambos buscan entender el capitalismo y generar políticas económicas que logren el pleno empleo, Kalecki lo considera un sistema inherentemente cíclico e introduce al análisis económico los problemas políticos de dicho sistema, señalando la importancia de los sindicatos en la modificación de los salarios (determinados por los costos y el margen de ganancia) y, con base en esas mismas razones, explica por qué los empresarios no persiguen el pleno empleo en la fase de auge de la economía. Otro elemento importante del análisis de Kalecki es el estudio de regímenes intermedios y la importancia que otorga al grado de desarrollo de los países, así como el estudio de la problemática a que se enfrentan los países con regímenes socialistas. Kalecki está de acuerdo con Keynes en que la política fiscal y la socialización de la inversión son elementos importantes para atacar el desempleo de los factores productivos, aunque consideró la necesidad de modificar las instituciones para evitar dicha desocupación.

Finalmente, debe señalarse que la paternidad de la teoría de la demanda efectiva muchos autores se la reconocen sólo a J.M. Keynes,<sup>7</sup> restando importancia al legado de Kalecki, conocido en su totalidad hasta 1990, al publicarse la *Collected Works of Michal Kalecki*, de Osiatynsky. Aunado a lo anterior, los planteamientos de Kalecki vuelven a tomar fuerza en la ciencia económica a fines de siglo por el incremento de la oligopolización, resultado de la globalización del sistema económico, que anula la participación de los agentes medianos y pequeños en el mercado internacional y resalta la importancia de la tasa de ganancia en las determinaciones económicas. Debe añadirse que a partir de los años ochenta y noventa se reconoce la riqueza de los planteamientos de Kalecki, incluso en el ámbito financiero en los cuales se ha profundizado para entender las crisis en ese ámbito. Incluso habría que señalar que para muchos economistas Kalecki realiza una formulación teórica más precisa, libre de los supuestos neoclásicos, lo cual ha impedido que se tergiversen sus planteamientos teóricos, para encajarlos en el marco teóri-

6. Malcolm Sawyer, *The Economics of Michal Kalecki*, M.E. Sharpe, Inc., Estados Unidos, 1985.

7. S. Chapple, en su trabajo *Did Kalecki Get First? The Race for the General Theory*, cuestiona los planteamientos de Patinkin sobre la originalidad exclusiva de Keynes en los planteamientos de la teoría de la demanda efectiva y muestra que los trabajos de Kalecki publicados de 1933 a 1935, especialmente los relacionados con el ciclo de negocios y *On Foreign Trade and Domestic Exports*, contenían los elementos principales de la *Teoría general* de Keynes.

co neoclásico, como lo hizo Hicks con la formulación de la IS-LM, que despojó a la *Teoría general* de Keynes de sus elementos revolucionarios y novedosos.<sup>8</sup>

Nuestro interés en este trabajo es mostrar la relevancia actual de Kalecki a partir de su análisis de los factores determinantes de la inversión, a fin de resaltar las particularidades de éste y mostrar la validez actual de su teoría. La discusión de Kalecki sobre dicho aspecto permite subrayar la importancia concedida, entre otros elementos, al sector productivo, al grado de monopolio, a la división de clases, así como a la importancia del sector financiero, pese a que desplaza las expectativas inciertas de Keynes, resaltando el comportamiento de las variables reales, señaladamente la tasa de ganancia. Se sostiene que el comportamiento de la masa de ganancia, el acervo de capital y las utilidades retenidas permiten entender la inestabilidad cíclica económica del sistema capitalista que, junto con la formulación del riesgo creciente, fue la base para el desarrollo de la hipótesis de la inestabilidad financiera propuesta por Minsky, la cual Toporowski reformuló para entender el funcionamiento del mercado de valores y sus efectos en el crecimiento económico en la llamada Era Financiera, dominante desde los ochenta, donde el movimiento de capital marca las pautas del movimiento cíclico de la economía. Es decir, los planteamientos de Kalecki mantienen su validez para explicar el lento crecimiento de la inversión en períodos en que los dueños del capital obtienen una porción de las ganancias mayor que los empresarios.

En una primera parte se analizan los factores determinantes de la inversión de Kalecki y se resaltan sus particularidades. Posteriormente se presentan el riesgo creciente y la formulación de la hipótesis de la inestabilidad financiera formulada por Minsky, para más adelante señalar que esta hipótesis, con ciertas modificaciones, basada en los principios de Kalecki aún es válida para entender la creciente actividad especulativa originada a raíz de la globalización financiera. Finalmente, se demuestra que el análisis de Kalecki sobre los factores determinantes de la inversión ha probado ser una herramienta importante para predecir el comportamiento de la inversión e incluso para explicar las recientes crisis económicas.

### FACTORES DETERMINANTES DE LA INVERSIÓN

Kalecki sostiene que son tres las variables que inciden en la determinación de la inversión: los fondos internos,<sup>9</sup> la masa de ganancia y el acervo de capital. Introduce rezagos para distinguir entre la decisión y la realización de inversión a fin de establecer las diferencias entre el incremento de la demanda y

8. Una interesante discusión sobre las debilidades del planteamiento de Keynes que permitieron formular la IS-LM, se encuentra en H. Minsky, *Las razones de Keynes*, Fondo de Cultura Económica, México, 1987.

9. Se ha denominado al ahorro (S) fondos internos (FI) para evitar confusiones con las teorías neoclásicas que señalan al ahorro como la precondition fundamental de la inversión.



a teoría de la demanda

efectiva muchos autores

se la reconocen sólo a

J.M. Keynes, restando

importancia al legado de

Kalecki, conocido en su

totalidad hasta 1990

la capacidad productiva. Estas variables difieren de las propuestas por Keynes, que son la eficiencia marginal de capital y la tasa de interés o, alternativamente, precio de demanda y precio de oferta.<sup>10</sup>

Analicemos cada una de las variables para distinguir las particularidades de Kalecki en el análisis sobre los factores determinantes de la inversión. El rezago tiene por objetivo mostrar que la inversión difiere de los demás componentes del gasto porque se refiere a bienes complejos, particulares a procesos de producción, es decir, que toma tiempo producirlos. Kalecki plantea que el rezago está compuesto por elementos objetivos y subjetivos. Los primeros dan cuenta del período necesario para instalar una maquinaria, el cual, *strictu sensu*, es un problema técnico, resaltándose dos aspectos importantes de la inversión. Primero, se distingue de las demás mercancías por ser un activo de baja liquidez, es decir, su objetivo es generar ingresos y no ejerce eficientemente la función de depósito de valor, aunque traspassa valor de un período a otro. Segundo, no se encuentra disponible en el mercado, lo cual provoca que aumentos en el gasto de inversión incrementen la demanda de bienes salariales e intermedios, generándose aumentos en el ingreso de manera previa al incremento del acervo de capital fijo. La parte subjetiva del rezago da cuenta “de la reacción demorada de los

10. Un amplio examen de los factores determinantes de la inversión es el de Noemí Levy, *Las determinantes de la inversión privada en México, 1960/85*, tesis de maestría, DEPF-UNAM, México, 1992, y *Cambios institucionales en el sector financiero y su efecto sobre el fondeo de la inversión. México 1960/94*, tesis de doctorado, DEPF-UNAM, México, 1999.

empresarios ante los factores que determinan la decisión de invertir”, e introduce una doble reacción: primero, la inversión respecto a los fondos internos, y segundo, la inversión respecto a la tasa de ganancia. Es decir, no hay una respuesta mecánica de la inversión a los factores que la determinan, lo cual implica la presencia implícita de las expectativas inciertas que, a diferencia de Keynes, no es un elemento que se prolongue en el tiempo; incluso está calculada para que dure menos de seis meses. Su inclusión permite revocar gastos de inversión ante la presencia de eventos económicos negativos.<sup>11</sup>

Los fondos internos determinan el financiamiento de la inversión, resaltándose por medio de esta variable la importancia del carácter oligopólico y de clases de la estructura capitalista, así como la importancia del sector financiero, medida por la presencia de la tasa de interés y la disponibilidad del financiamiento (análisis sobre el que se profundiza en el siguiente apartado, sobre el riesgo creciente). Los fondos internos están determinados por el ahorro corporativo de las empresas y se conforman por las utilidades no distribuidas y la depreciación, considerándose a esta última como una variable constante<sup>12</sup> que no provoca fluctuaciones en los fondos internos. En consecuencia, las utilidades no distribuidas, determinadas por la tasa de ganancia de períodos pasados, tienen un papel central en la explicación de la variabilidad de los fondos internos y, por tanto, del financiamiento de la inversión. El monto de las utilidades no distribuidas dependerá de la relación entre el capital financiero y el capital industrial, desplegándose mediante esta variable la herencia marxista en la teoría de Kalecki.

Dado que el dinero puede adoptar la forma de capital productivo —produciendo ganancias— y puede prestarse —generando intereses—, los beneficios empresariales (BE) son iguales a la diferencia del trabajo impago (G) y los intereses (II):<sup>13</sup>

$$BE = G - II \quad [1]$$

Las utilidades no distribuidas (UnD) son iguales a la diferencia de las utilidades netas (UN) y las utilidades distribuidas (UD):

$$UnD = UN - UD \quad [2]$$

11. Michal Kalecki, *Teoría de la dinámica económica. Ensayos sobre los movimientos cíclicos y a largo plazo de la economía capitalista*, Fondo de Cultura Económica, México, 1984.

12. Las Naciones Unidas plantean que el consumo de capital fijo se calcula con base en una relación lineal con la vida prevista de cada activo, teniendo en cuenta el promedio de los daños accidentales. N. Levy, *Las determinantes...*, op. cit.

13. Marx anota: “Una de las partes de la ganancia aparece entonces como el fruto que le corresponde en sí y para sí al capital, en una determinación como interés; la otra aparece como el fruto específico del capital en una determinación opuesta y, en consecuencia, como ganancia empresarial; la primera como fruto de la propiedad de capital y la segunda como fruto de la mera actividad con el capital, como fruto en cuanto capital en proceso o de las funciones que ejerce el capitalista activo”. Karl Marx, *El capital*, tomo III, Siglo XXI, Editores, México, 1976.

Por lo mismo, las utilidades no distribuidas son función de las utilidades netas y los beneficios empresariales, o sea:

$$UnD = f(UN, BE) \quad [3]$$

Por otro lado, el monto de intereses depende del costo y monto de los préstamos, es decir, de la tasa de interés ( $t_i$ ) y el grado de endeudamiento ( $ge$ ).

$$II = (t_i, ge) \quad [4]$$

Tomando en cuenta [4] y [1], tenemos que BE es función inversa de la tasa de interés.

$$BE = f(t_i^{-}) \quad [5]$$

Luego en [3]

$$UnD = f(t_i^{-}) \quad [6]$$

Por lo que los fondos internos (FI) son función inversa de la tasa de interés:

$$FI = f(t_i^{-}) \quad [7]$$

En consecuencia, de mantenerse constante la masa de ganancias y la depreciación, los fondos internos se verán afectados por movimientos en la tasa de interés. A mayor tasa de interés, menor financiamiento externo.

La otra variable que incide de manera central en el financiamiento total de la empresa es el tamaño de ésta, es decir, su capital acumulado. Aquí se introducen dos elementos centrales que distinguen a Kalecki de Keynes. Aparece el carácter oligopólico de la economía capitalista, dominada por fracciones de clases sociales.

Las empresas tienen acceso diferenciado al financiamiento externo, provocando costos de financiamiento distintos. En este contexto el tamaño de la empresa se vuelve una variable clave. Las grandes empresas tienen mayor disponibilidad de financiamiento interno con menores costos y, dado su capital (activos físicos y financieros), son sujetos de crédito en el sector bancario y pueden ser emisoras de acciones. Por consiguiente, una empresa grande aventaja a las pequeñas porque tiene mayor acceso al mercado de capital, lo que les permite generar mayores ganancias que provocan en períodos subsiguientes mayores fondos internos que, a su vez, determinan mayores volúmenes de financiamiento con menores costos. Ello provoca la diferenciación entre los tamaños de las empresas y la generación de concentración de capitales. En palabras de Kalecki, "El acceso que una empresa tiene al mercado de capitales, o sea, a la cantidad de capital rentista que puede obtener, está determinado en gran medida por la cuantía de su capital de empresa [por ello] el requisito más importante para convertirse en empresarios es ser propietario de capital."<sup>14</sup>

14. Michal Kalecki, *Ensayos escogidos sobre la dinámica de la economía capitalista, 1933-1970*, Fondo de Cultura Económica, México, 1986.

Consecuentemente, los recursos totales ( $R_t$ ) se componen de fondos internos y fondos prestados (FP):

$$R_t = FI + FP \quad [8]$$

Ello determina la distribución de la inversión total ( $I_t$ ) entre inversión financiera ( $I_f$ ) y real ( $I_r$ ):

$$I_t = I_r + I_f \quad [9]$$

En consecuencia, al identificar la expresión [8] con la [9] podemos deducir:

$$I_r = R_t - I_f \quad [10]$$

y dado que sabemos que la inversión financiera depende directamente de la tasa de interés pero inversamente de los rendimientos de los activos reales (beneficios empresariales), tenemos que:

$$I_f = f(t_i^{+}, be^{-}) \quad [11]$$

Por lo mismo, la inversión real es función directa de los beneficios empresariales e inversa de la tasa de interés. Si tomamos en cuenta [11], [10], [7] y [6]:

$$I_r = f(t_i^{-}, be^{+}) \quad [12]$$

Con base en lo anterior, tenemos que los capitalistas pueden aumentar los recursos totales siempre que haya disposición de la banca a crear dinero bancario, lo cual depende de la rentabilidad y el tamaño de las empresas. Una condición *sine qua non* para garantizar el crecimiento es que la tasa de interés se mantenga constante. Finalmente, debe resaltarse que el destino de los recursos totales está determinado por la relación entre los rendimientos de los activos financieros y reales.

En resumen, los fondos internos están determinados por la masa de ganancia de períodos pasados que, a su vez, se explican por la distribución entre capital financiero y productivo, y también determinan el financiamiento externo, donde incide el tamaño de la empresa y la disposición de los bancos a crear dinero bancario, creando diferenciación de costos. Los fondos internos generan menores costos de financiamiento y garantizan mayor acceso al financiamiento externo con menores costos.

La tasa de ganancia es otra variable clave en la explicación de los movimientos de la inversión y está determinada por la masa de ganancias y el acervo de capital. Kalecki las analiza de manera separada; indica que la primera tiene un efecto positivo en la inversión, mientras el segundo uno negativo y las dos variables actúan en tiempos distintos. Es decir, a ambas las afecta el gasto de inversión en tiempos separados, lo cual permite explicar la inestabilidad cíclica intrínseca del sistema capitalista. La masa de ganancia está determinada por gastos de inversión de períodos pasados, que al aumentar entre el principio y el fin de un período permite que se lleven a cabo algunos proyectos que antes (del aumento del gasto de inversión y, consecutivamente, de la

masa de ganancias) se consideraban incosteables. La variación de las ganancias introduce de manera explícita el efecto de la variación de la demanda, provocando que aumentos en el gasto de inversión del período anterior ( $t-1$ ), generen mayor demanda de fuerza de trabajo y de insumos que, dada una distribución de ingresos, aumenten el volumen del ingreso y, por consiguiente, la masa de ganancias.

Conforme al modelo de Kalecki, los empresarios no reaccionan sobre la base de decisiones diarias. El gasto de inversión se determina considerando un "período de decisión" que, según Harris, se basa en un "período de conocimiento".<sup>15</sup> En consecuencia, los cambios repentinos en las expectativas de los empresarios o las nuevas políticas económicas<sup>16</sup> no afectan necesariamente el gasto de inversión corriente.

El acervo de capital afecta de manera negativa los factores determinantes de la inversión porque, *caeteris paribus*, un volumen dado de masa de ganancia deberá repartirse entre un número creciente de unidades de activos fijos, reduciéndose la tasa de ganancia por unidad de capital. Es decir, el gasto de inversión inicialmente genera un aumento en la masa de ganancia y después, dado el rezago, incrementa la masa de capital, lo que deprime la tasa de ganancia. Nótese que Kalecki, por medio de la tasa de ganancia, introduce la presencia de la capacidad ociosa instalada no planificada.

El incremento de la demanda en condiciones de capacidad ociosa indeseada no necesariamente genera aumentos en los gastos de inversión, provocando, en condiciones de una economía cerrada, mayores volúmenes de ganancia que en períodos posteriores podrían, de mantenerse constante la demanda, incentivar la demanda de inversión. Desde otra perspectiva, altos niveles de capacidad ociosa indeseada deprimen la decisión de inversión, o bien, mayores gastos de inversión generan aumentos crecientes en el tamaño del acervo de capital fijo que reducen la tasa de ganancia, deprimiendo los fondos internos y la masa de ganancias. Así, incrementos de la inversión no seguidos por mayores niveles de demanda reducen la tasa de ganancia.

Es importante anotar que fuerzas endógenas del funcionamiento capitalista generan oscilaciones cíclicas del ingreso, a partir de lo cual Kalecki construye una teoría de ciclos de negocios basada en las decisiones de inversión y su efecto en la masa de ganancias y volumen de capital. En este contexto, las expectativas inciertas son desplazadas por variables reales que, de mantenerse constante el entorno económico, permiten explicar el tránsito entre las distintas fases del ciclo económico.

15. Julio López y Tracy Mott, "Kalecki versus Keynes on the Determinants of Investment", *Review of Political Economy*, vol. 11, núm. 3, 1999.

16. Kalecki, en su trabajo *A Theory of Commodity, Income, and Capital Taxation*, señala que un aumento del gasto público financiado con impuestos sobre las ganancias, los cuales no son traspasados a los precios, inducen a incrementos en las ganancias brutas antes de impuestos, manteniendo constantes las ganancias después de impuestos.

## RIESGO CRECIENTE E HIPÓTESIS DE LA INESTABILIDAD FINANCIERA

Una de las particularidades de Kalecki respecto a Keynes es que señala que el financiamiento externo, además de ser limitado, se distribuye desigualmente entre las empresas, según sus tamaños, con costos diferenciados, originando estructuras oligopólicas.

Keynes otorga particular interés al financiamiento de la inversión; distingue entre los fondos externos de corto y largo plazos emitidos por las instituciones bancarias y de capitales, respectivamente, los cuales deben estar acompañados de políticas monetarias flexibles. Con base en ello postula que la liquidez, en vez del ahorro, restringe la inversión. Empero, no aborda los efectos de las imperfecciones de los mercados en la disponibilidad de financiamiento. Aunque en la *Teoría general* se enuncia el riesgo del prestamista y del prestatario, Keynes se limita a señalar que el volumen de la inversión depende de las variaciones de los precios del mercado real respecto al mercado financiero. En el corto plazo, basta que la tasa de descuento de la inversión (eficiencia marginal del capital) sea mayor que la tasa de interés de mercado para que se tenga acceso al financiamiento bancario. En el largo plazo, los precios de los activos fijos en el mercado financiero (precio de demanda) deberán ser mayores que los precios de reposición (precio de oferta) para ampliar el gasto de la acumulación, financiándose mediante la emisión de títulos. En consecuencia, desde la perspectiva de Keynes la disponibilidad del financiamiento es ilimitada, siempre y cuando las ganancias sean mayores que los costos y la inversión esté acotada por deseconomías de escala que aumentan los costos después de un determinado volumen<sup>17</sup> fijado por la igualdad entre los costos marginales y medios (punto de minimización de costos).

Kalecki se opone a este planteamiento al introducir el riesgo del prestatario, el cual explica con base en dos elementos. Éste se incrementa a medida que es mayor la cantidad invertida en relación con los fondos internos y, por otro lado, esgrime que a mayor cantidad invertida, más alto es el riesgo de no valorizar el capital adelantado, tornándose peligrosa la situación al existir capital de préstamos. En consecuencia, construye el concepto de riesgo creciente por medio del cual señala que mayores volúmenes de inversión incrementan el riesgo, el cual se acelera cuando el financiamiento de la inversión está constituido por fondos externos a la empresa. En consecuencia, las empresas limitarán su demanda de financiamiento externo. En palabras de Kalecki:

17. Las curvas de costos medios de largo plazo están construidas sobre la base de economías de escala. La parte decreciente de la curva de "U" refleja economías de escala y la parte creciente de la curva refleja las deseconomías. El cuestionamiento a este planteamiento es aceptado por los neoclásicos, formulándose la curva de costo medio en forma de plato para el corto el corto plazo y en forma de "L" para el largo plazo. Para mayores referencias véase A. Koutzoyiannis, *Microeconomía moderna*, Ed. Amorrortu, 1974.

Supóngase que el empresario no obtiene rendimiento alguno de su negocio; si ha invertido sólo parte de su capital en la empresa y el resto lo ha colocado en el mercado firme obtendrá aún algún rendimiento neto sobre su capital; si ha invertido todo su capital, su ingreso será cero y si ha pedido prestado, sufrirá una pérdida neta que, de persistir bastante, acabará por desaparecer el negocio.

El concepto de riesgo creciente tiene varios efectos. A. Chilosi resalta los siguientes factores: a) los recursos financieros dependen del monto de riqueza, y b) el capital propio aparece como un factor de inversión y dada la parcial asimilación que Kalecki realiza sobre la participación entre los capitalistas, los ahorradores y los empresarios, el ahorro (producto de las ganancias) puede tener un efecto positivo en las decisiones de inversión porque provoca un aumento de la riqueza total.<sup>18</sup> La validez del principio de riesgo creciente se aplica tanto al financiamiento del sistema bancario como al del mercado de capitales. La relación créditos bancarios a inversión es directa debido a que las empresas deberán pagar sus deudas independientemente de la generación de ingreso, enredándose dicha relación en el mercado de capitales, porque se supone que los riesgos son asumidos por todos los agentes; en consecuencia, los empresarios podrán ampliar con mayor libertad el financiamiento mediante la emisión de bonos. Ello lo rechaza Kalecki, porque los accionistas no estarán dispuestos a compartir el monto total de la tasa de ganancia con un mayor número de agentes. Desde la perspectiva de este autor, los factores determinantes del tamaño óptimo de la emisión de títulos son los mismos que los aplicados a las deudas flotantes, siendo éstos la tasa de ganancia y la tasa de interés, presentándose de manera más complicada para el caso del mercado de capitales.<sup>19</sup>

Minsky amplía el concepto de riesgo creciente, añadiendo el riesgo del prestamista; con esa base construye la hipótesis de inestabilidad financiera para explicar las oscilaciones económicas. Este autor retoma el punto de partida de Kalecki, al sostener que la base para la distribución de activos y adquisición de deudas es la cartera financiera y que el financiamiento externo aumenta el volumen de la inversión a tasas decrecientes porque cae el precio de la demanda y sube el de oferta. Consecuentemente, el movimiento de la tasa de interés limita el volumen de la inversión, trasladando el origen de la inestabilidad económica desde el sector productivo hacia el sector financiero. En palabras de Minsky:

En la teoría de Keynes, la causa aproximada de la naturaleza transitoria de cada estado cíclico es la inestabilidad de la inversión, pero la causa más profunda de ciclos económicos en una econo-

18. A. Chilosi, "Breit, Kalecki and Hicks in the Term Structure of Interest Rate, Risk and the Theory of Investment", en Mauro Baranzini (ed.), *Advance in Economic Theory*, Basil Blackwell, Oxford, 1982.

19. Michal Kalecki, *The Principle of Increasing Risk*, en M. Sawyer, *The Legacy of Michal Kalecki*, vol. II, Edward Elgar, Reino Unido, 1999.

mía con instituciones financieras capitalistas es la inestabilidad de las carteras y de las interrelaciones financieras.<sup>20</sup>

En ausencia del financiamiento externo, el precio de oferta se mantiene constante y está determinado por los costos directos, donde intervienen los insumos materiales y humanos y el margen de ganancia. La presencia de los créditos externos aumenta el precio de oferta por el monto de intereses pactados entre el prestamista y el prestatario, es decir, incluye el riesgo del prestamista, que está relacionado con la posibilidad de incumplimiento de los pagos de deuda. El cálculo de este riesgo no ofrece tanto misterio ni problemas, pues es un costo explícito que aparece en los contratos y se realiza con base en la evaluación que hacen los agentes financieros sobre los flujos de efectivo esperados de la empresa y la probabilidad de que no se materialicen, teniendo en cuenta el estado actual de las finanzas de la empresa y la situación económica general. El financiamiento externo por medio del riesgo del prestatario afecta el precio de demanda, con lo que la tasa de actualización se incrementa, reduciéndose dicho precio. El riesgo del prestatario se basa en la posibilidad de fracaso de la inversión si no se obtienen los ingresos esperados, contabilizándose mediante la tasa de capitalización que está en función creciente de la cantidad invertida y del grado de endeudamiento.

Desde la perspectiva de Minsky<sup>21</sup> hay ciclos endógenos de la oferta de financiamiento. Plantea que en períodos de auge los bancos incrementan ésta a partir de una base monetaria dada; con ello presionan al alza las cotizaciones de los valores (precio de demanda), lo cual estimula a las empresas a incrementar su gasto de inversión. En la primera etapa suben el ingreso y las utilidades, pero el financiamiento tiende a aumentar a un ritmo más acelerado debido al período de maduración que requieren los proyectos de inversión antes de generar ingresos. En este período las empresas necesitan financiamiento adicional para cubrir el servicio de sus deudas acumuladas, enfrentándose a mayores costos de financiamiento y a una menor disponibilidad de créditos. La innovación financiera (mayores montos de financiamiento bancario) se acompaña de menores tasa de interés y a medida que se atenúa la creación de financiamiento adicional las tasas de interés comienzan a elevarse por el mayor endeudamiento de las empresas. Además, la expansión financiera provoca presiones inflacionarias y las autoridades monetarias se ven tentadas a incrementar la tasa de interés, con lo que se refuerza el encarecimiento del financiamiento y se reduce la oferta de éste. En consecuencia, las expectativas positivas reducen la incertidumbre e incrementan el monto de endeudamiento al modificarse la composición de las carteras, donde la inversión es un componente importante, capaz de modificar el ingreso. Empero, dado el rezago entre el gasto de la inversión y la recepción de utilidades, se crea intranquilidad en el sector financiero, con lo cual se incrementa el costo del financiamiento, lo que tiene como

20. H. Minsky, *Las razones de Keynes*, op. cit.

21. H. Minsky, *Can it Happen Again?*, M.E. Sharpe, Estados Unidos, 1982.

resultado un precio de oferta mayor y un precio de demanda menor, a lo cual debe añadirse menor disponibilidad de créditos, lo que impide a algunas empresas enfrentar sus compromisos de pagos que, de acompañarse de una política monetaria restrictiva, generará mayor presión sobre el sector productivo, pudiéndose desatar una deflación por deudas.

La tasa de ganancia es remplazada por la tasa de interés y la disponibilidad de créditos, lo cual muestra la influencia de Keynes y Kalecki en el planteamiento teórico de Minsky,<sup>22</sup> aunque alejado del segundo, pues las fluctuaciones del gasto de la inversión no son las responsables del movimiento cíclico del ingreso, función que otorga a la oferta de financiamiento. En consecuencia, la inversión deja de ser la *pièce de resistance* central de la economía.<sup>23</sup> El movimiento de la tasa de interés y la disponibilidad de financiamiento serán clave para inducir gastos de inversión y generar períodos ascendentes y descendentes en el ciclo económico. Sin embargo, en las últimas tres décadas la economía mundial ha sufrido drásticas modificaciones del mercado financiero internacional que han reducido la función de los bancos como financiadores de la inversión y se ha neutralizado el efecto del movimiento de la tasa de interés en la preferencia por la liquidez y, por tanto, en la reactivación de las decisiones de la inversión.

### REFORMULACIÓN DE LA HIPÓTESIS DE LA INESTABILIDAD FINANCIERA

La globalización económica acrecentó la importancia de los mercados de capitales y transformó las actividades de los bancos y de las grandes empresas, incrementándose la intermediación financiera en los mercados no bancarios. Es decir, se relegó a los bancos de la función de creación de financiamiento y otorgamiento del de largo plazo.

Los rendimientos de la especulación financiera, generados por la compraventa de títulos y demás instrumentos financieros, desplazaron la función crediticia de los bancos; ello incentivó la compra de bonos por parte de todos los agentes financieros bancarios y aumentó el acceso de las empresas grandes al mercado de capitales con fines especulativos y de financiamiento, al abarataarse el costo financiero en los mercados de capitales.<sup>24</sup>

Toporowski, basándose en un marco teórico kaleckiano, señala que la inestabilidad financiera se genera por el aumento de la oligopolización en el mercado financiero.<sup>25</sup> Los fondos de pen-

sión y las instituciones de seguros concentraron altos niveles de ahorro que requirieron de constantes aumentos en el precio de los títulos para hacer frente a sus compromisos financieros. En consecuencia, la inflación del mercado de capitales apareció como requisito *sine qua non* de las nuevas instituciones financieras, alterándose los procesos de financiamiento provenientes del mercado bancario y no bancario, lo cual provocó un sobreendeudamiento de las empresas.

En este nuevo escenario, las empresas emiten títulos para obtener mayores ganancias (fusiones, absorciones forzadas, etcétera), independientemente del gasto de inversión o la generación de equilibrios de las carteras financieras de las empresas,<sup>26</sup> desarrollándose carteras especulativas, característica predominante del mercado de capitales. Como resultado, hay una desviación de liquidez de las empresas productivas hacia el mercado de capitales que incentiva carteras financieras crecientemente especulativas. El incremento de liquidez generado en el mercado de capitales se acompaña de un debilitamiento de los compromisos de los sectores productivo y financiero por la movilización de recursos de un mercado a otro. Los mercados se enfrentan con flujos netos positivos (los flujos financieros exceden los montos de financiamiento requeridos por las empresas para financiar los proyectos de capital y el gasto gubernamental) incrementando la rotación del acervo de títulos y sus precios. Los inversionistas y los corredores financieros están obligados a ofrecer mayores precios para que los tenedores de títulos se desprendan de ellos, generándose un movimiento de capitales que no ingresa en el sector productivo, restringiéndose al sector financiero.

Desde la perspectiva de Toporowski, el proceso inflacionario del mercado de capitales generado por la mayor liquidez cambia la relación entre la preferencia por la liquidez y la tasa de interés, lo que invalida el planteamiento sobre la especulación propuesto por Keynes. Toporowski argumenta que la aparición de los fondos de pensiones y las instituciones de seguros modificó el destino de los ahorros, canalizándose a instrumentos de largo plazo en detrimento de los de corta duración. Por consiguiente, las ganancias especulativas dejan de basarse en movimientos entre el dinero (o activos altamente líquidos) y acciones ordinarias de empresas (activos de larga duración). Así, los aumentos en la tasa de interés, pese a que pueden reventar las burbujas especulativas, no impiden procesos inflacionarios continuos en el mercado de capitales. Los nuevos rentistas (empresarios de instituciones financieras) obtienen sus ganancias

26. Toporowski (*op. cit.*) señala que las empresas demandan financiamiento para equilibrar sus carteras financieras, afirmando el planteamiento de Kalecki de que los fondos internos son la principal fuente de financiamiento de la inversión. Señala que en la práctica las empresas prefieren financiar el capital fijo con base en sus reservas (su ingreso acumulado no distribuido); en el Reino Unido alrededor de 80% de la inversión se financia de esta manera. Estudios anteriores han mostrado que en Estados Unidos el capital fijo también se financia usando predominantemente financiamiento interno. Éste es un fundamento empírico para los supuestos analíticos realizados por los poskeynesianos sobre el financiamiento proveniente de los ahorros del sector corporativo.

22. Minsky no concede a Kalecki ninguna influencia en su planteamiento teórico. Todos los méritos teóricos son otorgados al autor de la *Teoría general*, lo cual originó la publicación del libro *Las razones de Keynes*, *op. cit.*, donde marca sus diferencias con Keynes.

23. M. Kalecki, *Ensayos escogidos...*, *op. cit.*

24. Z. Aliber, "A Theory of Direct Investment", en Ch. Kindleberger (ed.), *The International Corporation*, MIT Press, Cambridge, Mass., 1970.

25. Jan Toporowski, *The End of Finance. Capital, Market Inflation Derivatives and Pension Fund Capitalism*, Routledge Frontiers of Political Economy, Reino Unido, 2000.



por la movilización de los flujos financieros en distintos mercados, perdiendo importancia la movilización de fondos entre instrumentos (dinero e instrumentos de largo plazo), cuestionándose las bases de la teoría de la preferencia por la liquidez, fundamentos del planteamiento de la hipótesis de la inestabilidad financiera propuesta por Minsky. En palabras de Toporowski:

Ello sugiere una extensión a la hipótesis de inestabilidad financiera de Minsky. Durante el auge económico la inflación en el mercado de capitales añade un premio de ganancia por capital a los rendimientos de los acervos de largo plazo. Mientras dichos réditos más la ganancia esperada de capital sean mayores a la tasa de interés de los títulos de corto plazo, establecidos por la política monetaria del banco central, los incrementos de la tasa de interés no tendrán efectos en la entrada de capitales a los mercados de capitales; de ser mayores los flujos de efectivo a las necesidades de financiamiento de las empresas y los gobiernos, se generará una inflación en el mercado de capitales. Sólo cuando las tasas de interés de corto plazo exceden el umbral impuesto por la suma de las ganancias futuras de capital más los réditos de largo plazo, habrá un desplazamiento en la preferencia de los rentistas [...]. La inflación en el mercado de capitales [...] es un caso especial de la estructura de fragilidad financiera de Minsky, donde se marginaliza la demanda especulativa de Keynes. En la actualidad actúan mediante la proliferación de modelos de fondos de pensión, fondos de seguros y mutualistas, que son los tenedores de la mayoría de las acciones. Éstos necesitan de una inflación sostenida para asegurar ganancias de capital y mantener liquidez en sus carteras.<sup>27</sup>

En resumen, desde esta perspectiva, la importancia de los bancos ha disminuido. Los grandes deudores no demandan financiamiento bancario y la preferencia por la liquidez de los rentistas no se afecta por los cambios en la tasa de interés de corto plazo. La intermediación bancaria se reduce por la caída de la demanda de los créditos y por la reducción de los niveles de depósitos, que se canalizan al mercado de capitales (fondos de pensiones, mutuales, compañías de seguros), los cuales muestran una menor elasticidad a los cambios de las tasas de interés. Las tasas de ganancia, junto con los fondos internos, vuelven a adquirir un papel central en la determinación de la inversión. Y el gasto de la inversión vuelve a asumir el papel central en el análisis económico.

#### PREDICCIÓN DEL MODELO KALECKIANO DE FACTORES DETERMINANTES DE LA INVERSIÓN

Diversos estudios empíricos han mostrado la validez de la teoría de Kalecki. En primer término, en varios de aquéllos la tasa de ganancia rezagada aparece como un elemento fundamental en la determinación de la inversión,<sup>28</sup> con base en

lo cual la mayoría de los autores muestra que los fondos internos son un elemento fundamental en el financiamiento de la inversión, aplicándose a diversos momentos históricos y espacios geográficos. Uno de los primeros estudios que resaltó la importancia de las utilidades internas fue el de Meyer y Kuh, seguidos, entre otros, por los de Bertreto, y de Corbett y Jenkinson.<sup>29</sup>

Otro elemento importante, introducido por Toporowski, es que las empresas no demandan financiamiento para cubrir gastos de inversión fija, sino para equilibrar sus carteras financieras, argumentándose que la acumulación se financia con las reservas de las empresas, es decir, con los fondos internos. Entre estos estudios destacan el de Wilson Report (1980) para el Reino Unido y el de Locke Anderson (1964) para Estados Unidos.<sup>30</sup> Ambos se basan en la evolución de las economías de países desarrollados, caracterizados por estructuras productivas sólidas, que generan corrientes relativamente estables de ganancias en relación con las economías en desarrollo, sujetas a frenos y arranques de la demanda ocasionados por elementos internos y externos.

En los estudios empíricos se confirma que las expectativas cambiantes parecen no afectar a las decisiones de inversión. López y Mott señalan que el crac bursátil de 1987 no provocó un colapso de la inversión, como se esperaría con base en los planteamientos de Keynes. Un elemento adicional que destacan estos autores se refiere a la irrevocabilidad de la inversión. Sostienen que en trabajos sobre los mercados de crédito y financiero se muestra que antes de ciclos recesivos o al principio de ellos se canalizan altos montos de créditos al financiamiento de la inversión planeados con anterioridad y que no se cancelan a pesar de movimientos en el costo de aquél.<sup>31</sup>

Finalmente, cabe destacar que la crisis de Corea puede explicarse de manera satisfactoria con el marco teórico kaleckiano. Kregel<sup>32</sup> apunta que la entrada de flujos financieros, a diferencia de muchos países en desarrollo, efectivamente se canalizó al sector productivo, especialmente el exportador, lo que generó un incremento en el acervo fijo que, junto con la caída de las importaciones estadounidenses, explica la crisis coreana. El desplazamiento de las políticas planificadoras en Corea del Sur

29. John Meyer y Edwin Kuh, *The Investment Decision*, Harvard University Press, Cambridge, Mass., 1959; Elisabetta Bertreto, "The Banking System Financial Markets, and Capital Structure: Some New Evidence from France", *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 10, núm. 4, 1994, y J. Corbett y T. Jenkinson, "How Is Investment Financed? A Study of German, Japan, the United Kingdom and the United States", *The Manchester School Supplement*, 1997.

30. Para mayores referencias, véase Jan Toporowski, *op. cit.*

31. Llama la atención que las recesiones económicas de México, especialmente la última de 1995, fueron seguidas por una caída absoluta en la formación bruta de capital fijo, lo cual indicaría que se detuvieron los proyectos de inversión en marcha a causa de la recesión económica.

32. J.A. Kregel, "East Asia Is not Mexico: The Difference Between Balance of Payment and Debt Deflations", en *East Asia in Tigers Trouble: Financial Governance, Liberalization and Crisis in East Asia*, 1998.

27. Jan Toporowski, *op. cit.*

28. Julio López y Tracy Mott, *op. cit.*



*Los planteamientos de Kalecki vuelven a tomar fuerza en la ciencia económica a fines de siglo por el incremento de la oligopolización, resultado de la globalización del sistema económico, que anula la participación de los agentes medianos y pequeños en el mercado internacional y resalta la importancia de la tasa de ganancia en las determinaciones económicas*


incrementó el acervo de capital fijo en el sector exportador, impidiendo la realización de las mercancías.

### CONCLUSIONES

A partir de los planteamientos anteriores se puede concluir que Kalecki, pese a postular que la demanda es el motor de la economía, se distingue, en la teoría de la demanda efectiva, por la precisión de sus planteamientos y la introducción de supuestos estructurales de la economía capitalista, con lo que impide la tergiversación de su teoría, dando lugar a políticas económicas que generarían el pleno empleo de los factores, especialmente en economías en desarrollo. La importancia que Kalecki concede al sector productivo mantiene su validez en la actualidad, sin desconocer las variables del sector financiero, particularmente la tasa de interés y el monto de endeudamiento. Desde esta perspectiva, se pudo adecuar la hipótesis de la inestabilidad financiera para entender el funcionamiento del mercado de capitales en períodos de globalización financiera con participación reducida del sector bancario. En este entorno aumenta la importancia de las utilidades no distribuidas, los denominados fondos internos (o ahorros), como base del crecimiento económico de las economías capitalistas desarrolladas, destacando los problemas de las economías en desarrollo con estructuras débiles e impedidas para generar flujos de ingresos estables.

Asimismo, las jerarquías sociales adquieren un papel central en el entendimiento de las estructuras capitalistas, rebasando los ámbitos nacionales. En este marco, las oscilaciones del gasto están determinadas por la decisión de inversión de los empresarios que desean valorizar su capital. Entonces, la responsabilidad de los ciclos económicos recae en el sector capitalista empresarial que determina el gasto de la inversión y, por consi-

guiente, el monto del ingreso, con base en lo cual se postula la endogeneidad del ciclo económico, o sea, las oscilaciones cíclicas de la inversión generan movimientos en el ingreso también cíclicos que se producen a partir de los auges y las depresiones. La particularidad de fines del siglo XX es la globalización económica, que da lugar a fluctuaciones desde centros de poder que afectan al conjunto de las economías nacionales. En otras palabras, los empresarios nacionales, en particular de países en desarrollo, resultan más afectados por las decisiones de los centros de poder. La división de clases, y en particular la lucha de clases, se introduce directamente al análisis económico por medio de la distribución del valor agregado entre los capitalistas y los asalariados, lo cual modifica el grado de monopolio y puede detener los gastos de inversión e inducir recesiones económicas.<sup>33</sup>

El legado de Kalecki mantiene su vigencia a fines del siglo, generando planteamientos complementarios a las demás concepciones de la teoría de la demanda efectiva y que permiten un mayor entendimiento de las economías en desarrollo y, en consecuencia, de las bases para edificar una política económica de crecimiento para las economías con estructuras políticas débiles. 

### Bibliografía adicional

- Chapple, Simon, "The Kaleckian Origins of the Keynesian Model", en M. Saqyer, *The Legacy of Michal Kalecki*, volumen I, Edward Elgar, Reino Unido, 1999.
- Hicks, John R., *Keynes y los clásicos*, Lecturas Macroeconómicas, M.G. Müller, CECSA, España, 1972.

33. M. Kalecki: "Los aspectos políticos del pleno empleo", en Malcon Sawyer, *The Legacy of Michal Kalecki*, Edward Elgar, Reino Unido, 1999.