

## Yerros burbujeros: Larry Summers acepta la locura burbujera y Paul Krugman se suma al diagnóstico del estancamiento inveterado

Randall Wray....

15/12/2013



Larry Summers ha causado un gran revuelo al reconocer (finalmente) que los EEUU han tenido una serie de burbujas financieras. (Véase aquí: <http://equitablegrowth.org/2013/11/16/759/this-mornings-must-watch-larry-summers-on-the-danger-of-a-japan-like-generation-of-secular-stagnation-here-in-the-north-atlantic>. Y en *SinPermiso*, aquí: “¿Abolir el dinero en efectivo? ¿Estatizar todos los bancos? Las elites comienzan a pensar en medidas radicales ante la amenaza de un estancamiento permanente de la economía capitalista mundial”) ¡Y vaya quien fue a decirlo! Los años de Reagan no habrían sido sino una burbuja impulsada por el exceso de ahorro. Los años de Clinton no habrían sido sino una burbuja impulsada por los excesos de las empresas punto-com. Y el más reciente boom inmobiliario no fue sino una burbuja impulsada por el latrocinio de los bancos de inversión de Wall Street. Burbujas-EEUU: eso es todo lo que ha habido.

Pero no se les ocurra culpar a Larry por las burbujas. Es verdad que en las dos últimas jugó un enorme papel, haciendo de chico de los recados de Wall Street en el movimiento desregulatorio. Lo que se nos presenta es la versión estancacionista de la TINA [thatcheriana]: no habría alternativa a las burbujas, porque los EEUU están atrapados en un estancamiento inveterado.

Paul Krugman y muchos otros han destacado el “brillante” argumento “del tipo más listo que uno pueda encontrar”, es decir, Larry Summers. (Véase Krugman aquí: [http://krugman.blogs.nytimes.com/2013/11/16/secular-stagnation-coalmines-bubbles-and-larry-summers/?\\_r=0](http://krugman.blogs.nytimes.com/2013/11/16/secular-stagnation-coalmines-bubbles-and-larry-summers/?_r=0); y DeLong. aquí: <http://equitablegrowth.org/2013/11/18/773/monday-morning-must-read-paul-krugman-on-larry-summers-on-the-danger-of-secular-stagnation-monday-focus>; véase también Vinik, aquí: <http://www.businessinsider.com/do-we-need-bubbles-for-strong-economic-growth-2013-11#ixzz2l8q4QMEQ>.) Todos se apresuran a resucitar la desvaída reputación de Larry. Parecía que tenía ya pie y medio en la presidencia de la Fed, pero una reacción masiva forzó a Obama a dejar de lado al chico listo Larry. Yo, francamente, jamás entendí la adulación a Larry. Es verdad que escribió unos cuantos artículos académicos razonablemente buenos hace más de tres décadas, pero desde entonces su carrera se ha visto más bien salpicada por una interminable serie de embarazosos tropiezos: desde proponer que

las naciones en vías de desarrollo se convirtieran en vertederos tóxicos hasta proclamar que las mujeres son inútiles para la ciencia, por no hablar de los millones de dólares que se fundió como administrador de los fondos de la Universidad de Harvard.

Sea ello como fuere, centrémonos en el mensaje y olvidémonos del mensajero. He aquí, resumido y parafraseado, el “brillante” mensaje de Larry:

Desde los días de Reagan, la tasa “natural” de interés que iguala ahorro e inversión en el nivel de producción con pleno empleo se habría hundido en territorio negativo. Lo que significa que, dadas las propensiones al ahorro, la demanda de consumo está deprimida. Para cubrir la falta de demanda necesitamos mucha inversión (o gasto público o exportaciones netas: más sobre este asunto, luego). Pero dada la depresión de la demanda, las empresas no quieren realmente invertir. En efecto, para conseguir que invirtieran tanto como los hogares desean ahorrar en el nivel de pleno empleo, tendríamos que pagar a las empresas intereses por sus empréstitos. Como sabemos por Keynes, el ahorro *ex post* iguala a la inversión, pero eso sólo se logra con una inversión insuficiente, de modo que mucha gente se va al paro. Los parados se ven obligados a ahorrar menos de lo que desearían para mantener aquella igualdad.

Si pudiéramos llevar los tipos reales por debajo de cero –las empresas “pagarían” una tasa negativa, lo que montaría tanto como recibir intereses por los préstamos que reciben—, entonces podríamos levantar la inversión, aumentar el empleo y el ingreso, y así, incrementar también el ahorro, de modo que se igualaría con la inversión en el nivel de pleno empleo.

Aunque no podemos llevar los tipos nominales por debajo de cero (puedes disponer de efectivo y obtener cero), sí podemos aumentar la inflación. Más técnicamente, la tasa real de interés es igual a la tasa nominal menos la inflación esperada. De modo que si las Expectativas Mágicas pudieran hacer que todo el mundo esperara una inflación del 5% o del 10%, la tasa real estaría suficientemente por debajo de cero, y en un plis-plás terminaríamos con el estancamiento.

Pero se trata de una magia terca. No cree al tío Ben [Bernanke] cuando dice estar dándole al pedal de la inflación. Así que lo único que Ben (y antes que él, Greenspan) puede hacer es provocar burbujas de activos en serie.

En los 80, Washington hinchó burbujas de precios de ranchos en el suroeste; en los 90, fueron las empresas punto-com las que dieron la nota; y en los 2000 fueron las hipotecas NINJA troceadas y empaquetadas que quebraron al primer vencimiento. Todas esas burbujas pincharon de manera espectacular, huelga decirlo.

Pero: ya ven; no es mala cosa. Mejor hinchadas y luego pinchadas que nunca hinchadas.

### Rendir pleitesía a la burbuja

Gracias, Larry, por todo lo que has hecho por la economía. En su “brava” ejecutoria ha logrado incluso hacer pasar por buenas sus preferencias por la desregulación, a pesar de todo el caos que ésta ha traído consigo: si re-reguláramos, Wall Street podría dejar de producir burbujas de activos, y entonces sí que estaríamos verdaderamente en pelotas.

Krugman, como suele hacer, pone todo esto en su modelo IS-LM [1] de la trampa de la liquidez. (Véase, por ejemplo: [http://krugman.blogs.nytimes.com/2011/10/09/is-lmentary/?\\_r=0](http://krugman.blogs.nytimes.com/2011/10/09/is-lmentary/?_r=0).) Estaríamos atrapados en una permanente trampa de liquidez, en la que la política monetaria normal no funciona. Y aunque la política fiscal sí funcionaría, no podemos servirnos de ella. (Para decirlo todo: Larry y Paul estarían dispuestos a servirse de los estímulos fiscales, pero eso no se ve con buenos ojos en Washington. En realidad, Paul podría argüir que en una trampa de liquidez, con una curva LM horizontal, la política fiscal sería superefectiva, porque permitiría desplazar la curva IS sin perjudicar a la inversión privada, puesto que el tipo de interés se mantendría fijo. Pero no podemos hacerlo, porque incurrir en déficits es tabú.)

Resulta que Martin Wolf –que debería estar mejor informado, siendo como es un keynesiano más competente que ha incorporado a su marco analítico el instrumental de los balances sectoriales de Wynne Godley— se ha tragado el argumento. Wolf sostiene (<http://www.ft.com/intl/cms/s/0/a2422ba6-5073-11e3-befe-00144feabdc0.html#axzz2IHchEPGv>) :

“El señor Summers no ha sido el primero en identificar la posibilidad del llamado ‘estancamiento indefinido’: el pánico a repetir la década perdida de Japón ha estado presente

en la mente de los analistas más penetrantes desde el comienzo de la crisis. Pero él lo ha dicho con una bravura descollante.

“¿Por qué habría que creerle? Se pueden destacar tres rasgos relevantes de las economías occidentales:

“Primero, la recuperación de la crisis financiera de 2007-8 ha sido decididamente débil. En el tercer trimestre, la economía estadounidense era sólo un 5,3% mayor que en su pico pre-crisis, más de cinco años antes. El PIB de los EEUU ha seguido declinando en relación con su tendencia pre-crisis. Además, esa debilidad perdura, a pesar de las políticas monetarias ultraexpansivas.

“En segundo lugar, las economías ahora azotadas por la crisis experimentaron, antes de la crisis, rápidos aumentos del nivel de apalancamiento, particularmente en los sectores financiero y familiar, junto con fuertes aumentos de los precios de las casas. Esto era una ‘economía de la burbuja’. Muchos gobiernos, y señaladamente los de los EEUU y Reino Unido, adoptaron también políticas fiscales expansivas. Sin embargo, ni en Gran Bretaña ni en Norteamérica se apreciaron, antes del estallido de la crisis, los habituales síntomas del exceso, particularmente crecimiento económico o inflación por encima de la tendencia media.

“En tercer lugar, los tipos de interés reales a largo plazo se mantuvieron notablemente bajos en los años previos a la crisis, a pesar del fuerte crecimiento económico. El rendimiento de los bonos a largo plazo indexados del Reino Unido cayó del 4% al 2% luego de la crisis financiera asiática, y luego a niveles negativos tras la crisis financiera. Los títulos del Tesoro estadounidense garantizados contra la inflación (TIPS) siguieron una pauta similar, aunque con cierto retraso.”

Bueno, sí, de acuerdo; las recuperaciones son lentas, y los niveles de apalancamiento eran y siguen siendo elevados. ¿Pero por qué habría que haber esperado incrementos de los tipos de interés antes de la crisis? ¿Se acuerdan de la Gran Moderación? Bernanke ayudó a convencer a los mercados de que el riesgo crediticio era cosa del pasado, de que la inflación había sido exitosamente erradicada por competentes banqueros centrales y de que habíamos entrado en una nueva era de diferenciales permanentemente bajos. Además —lo explicaré enseguida— el concepto de tipo de interés real es prekeynesiano. Pero lo peor del argumento de Wolf es que, al abordar la crisis, hace suya la hipótesis del “exceso de ahorro”: algo que se da de bofetadas con el enfoque analítico de Godley del que tan partidario suele decirse Wolf.

¿En qué se equivocan todo ellos? Haré el inventario de todos y cada uno de los errores. Y luego daré un diagnóstico alternativo. (Para una crítica pregnante del diagnóstico estancacionista, véase también Yves Smith: <http://www.nakedcapitalism.com/2013/11/krugman-following-summers-endorses-asset-bubbles.html#YsT9jJw2HSUfpDm.99>.)

### Los cinco errores capitales del diagnóstico estancacionista

1.— La actual fascinación con la tasa wickselliana de interés real “natural” parece haber empezado durante la “recuperación sin puestos de trabajo” de Bush padre. (Véase el artículo que escribí con Dimitri Papadimitriou en 1994: <http://www.levyinstitute.org/pubs/ppb15.pdf>.) La Fed buscaba una alternativa a la fallida política monetaria friedmaniana. Como nos encargamos de mostrar en su día, la Fed propuso —y fue sucesivamente abandonando— un amplio abanico de objetivos potenciales: desde los objetivos de inflación esperada a algo llamado “P-star”, y desde precios del oro a objetivos *ex ante* de tipos de interés real. El problema con un tipo de interés real es que se trata de un término compuesto: el tipo nominal (que la Fed puede manipular) y la inflación esperada (que la Fed no puede siquiera determinar con precisión, por no hablar de controlar). Tras lanzar la idea, Greenspan no tardó en dejarla caer. Por un tiempo, la Fed anduvo errática y sin foco. El gobernador Lindsey lo admitió: “observamos toda una serie de variables: no ignoramos nada y a nada nos ceñimos”. El gobernador LaWare dijo: “Intuyo lo que está pasando”; y comparó la ideación de políticas a “leer los posos de las hojas de té”, o “seguir un pálpito”.

En los años siguientes, los académicos desarrollaron el “Nuevo Consenso Monetario”, y la Fed adoptó una versión fundada en la regla de Taylor: su objetivo de tipo nominal se ajustaría tomando en cuenta las insuficiencias de la demanda y la desviación de la inflación real en relación con la deseada. (Véase aquí: <http://www.levyinstitute.org/pubs/ppb80.pdf>.) Cuando la inflación, globalmente considerada, seguía baja, la Fed y otros bancos centrales se jactaban de

haberlo logrado. En 2004, el presidente Bernanke anunció la Gran Moderación, y a continuación, nos abismamos en la Gran Recesión. Todos sabemos qué pasó.

**2.—** Pero esa noción wickselliana regresó de la mano de las Expectativas Mágicas. Si el presidente de la Fed puede mandar unos efluvios mágicos para convencer a los “mercados” de que la inflación subirá, entonces la Fed puede controlar tanto el tipo nominal como la inflación esperada. Puede lograr que el tipo “real” de mercado sea igual al tipo natural “real” wickselliano que iguala ahorro e inversión en el mercado de Fondos Prestables.

Keynes ya abordó este asunto. Sostuvo que el viejo modelo de los Fondos Prestables es erróneo, porque hace que la demanda de inversión y la oferta de ahorro *determinen* el tipo de interés, pero sabemos que la inversión iguala al ahorro *sea cual fuere* el tipo de interés. No; es el ajuste del ingreso lo que iguala ahorro e inversión. Keynes, sostenía, por consiguiente, que *cualquier* tipo de interés es un tipo natural, en el sentido de que es congruente con el equilibrio entre ahorro e inversión.

Hay, sin embargo, un único tipo de interés que es consistente con ahorro=inversión en *pleno empleo*. Y a ese tipo lo llamó *tipo natural*.

Puede que esto parezca un juego de palabras, diferencias meramente semánticas con los argumentos de Summers y Krugman: también ellos dicen que el ahorro *ex post* es igual a la inversión *ex post*, de modo que el problema es que los tipos son actualmente demasiado altos para permitir que la igualación se de con pleno empleo. Y es verdad. Sin embargo, su argumentación se hace en términos “reales”. Mientras que la de Keynes era en términos nominales.

Keynes anticipó claramente el problema de que el tipo hipotéticamente neutral podría tener que ser negativo para que el equilibrio ahorro=inversión fuera consistente con el pleno empleo. En donde se separó de los keynesianos [bastardos] del modelo IS-LM de Hicks-Hansen-Samuelson [1] fue en la creencia de éstos de que el problema podía resolverse con política monetaria.

Keynes sostenía que la causa del desempleo no es realmente que el tipo de interés sea demasiado alto, sino que la “eficiencia marginal del capital” (el retorno de la inversión) es demasiado baja. La eficiencia marginal del capital (EMC) puede ser fácilmente negativa: mirando al futuro, si se espera que la inversión genere pérdidas, la EMC es negativa, y no hay política monetaria que pueda inducir a las empresas a aceptar esas pérdidas. Para Keynes, no hay ninguna razón para introducir la noción de un tipo “real”: el problema es nominal. Sí, el tipo nominal no puede caer por debajo de cero, pero el retorno nominal esperado puede ser negativo. Así pues, no hay inversión, por laxa que sea la política monetaria.

Keynes percibió ciertas ventajas en la inflación, que puede elevar los retornos esperados futuros en relación con el coste actual de la inversión. Levantaría la EMC en relación con el tipo de interés (nominal). Eso no ocurre a causa de que algún imaginario tipo “real” sea cero, sino más bien a causa de que la EMC se eleva con los mayores retornos esperados. Sin embargo, en un desplome con expectativas deprimidas, ni siquiera legiones enteras de hadas con varitas mágicas en ristre conseguirían el milagro. Se necesitan pruebas reales de que las cosas irán mejor. Pruebas personalizadas: una tasa más alta de inflación no significa que *tus* retornos esperados sean más altos. Lo que quieres es más demanda. Aun si la política monetaria consiguiera generar inflación, lo que tú necesitas es un nivel más elevado de ventas esperadas antes de resolvete a instalar más capacidad. La política monetaria no puede garantizar eso; necesitas política fiscal.

Dicho sea de paso: lo peor que le ha ocurrido a la macroeconomía desde mediados de los 60 fue la introducción de las expectativas en el keynesianismo mecánico-hidráulico. Primero tuvimos las expectativas adaptativas de Friedman, que presuponen engaño a corto plazo; luego las expectativas racionales de Lucas, que presuponen engaño sólo en caso de políticas azarientas; luego la teoría del Ciclo Económico Real, en la que no hay engaño; luego, el engaño nekeynesiano dimanante de rigideces casi-racionales, para terminar, finalmente, en la misteriosa fe, aparentemente mercurial, en las Expectativas Mágicas. Pero este es un asunto demasiado importante y controvertido como para seguir tratándolo aquí.

**3.—** Los partidarios de Summers y Krugman que ven en las burbujas elementos necesarios para alimentar la expansión ignoran voluntariamente el aspecto más insidioso de Burbujonía: y

es que se trata del más exitoso instrumento jamás imaginado para traspasar los ingresos y la riqueza del 99% de la población de base al 1% en la cúspide. Y hay aquí un círculo tan bonito, como implacable y vicioso: tomando de quienes estarían dispuestos a gastar y dando a quienes son demasiado ricos para gastar (gran parte de su ingreso), lo que haces es deprimir la economía “real”. La única forma de mitigar ese efecto desastroso es permitir que los que pierden ingreso y riqueza accedan al crédito para lanzar el consumo. Como Rick Wolf ha explicado estupendamente, eso es lo que se ha estado haciendo desde comienzos de los años 70.

Los burbujiviciosos auges de precios de activos no sólo redistribuyen hacia la cúspide, sino que garantizan que las burbujas son el único modo de alimentar la economía, habida cuenta de que todo el ingreso y toda la riqueza se hallan en la cúspide. La financiarización de la economía sinergiza ese proceso, añadiendo estratos de finanza (es decir, de deuda) a todas las actividades económicas “reales”. Por eso el grueso del impacto de las burbujas se da en la esfera financiera, con un impacto relativamente menor en la economía “real” durante la fase de burbuja. La burbuja de los bienes raíces comerciales durante los años de Reagan creó algunos puestos de trabajo en la construcción, pero su impacto directo en el conjunto de la economía fue hartamente modesto. La burbuja punto-com tuvo todavía menos impacto: se limitó prácticamente a capitalizar los beneficios futuros de empresas imaginarias que nunca generarían un céntimo de ingreso. La burbuja más reciente, la de la vivienda, tuvo un impacto mayor, porque la construcción de casas más la proliferación de mansiones de pseudolujo para supuestos nuevos ricos creó puestos de trabajo e ingresos, y porque el incremento del valor de las casas generó ganancias generalizadas de capital que alimentaron el consumo.

Burbuja que se hincha, burbuja que pincha: bienes raíces comerciales, punto-coms, viviendas. La última tuvo un desastroso impacto de alcance nacional, porque no sólo colapsaron los precios de las viviendas de reciente construcción que sostenían la burbuja de precios de activos, sino que eso deprimió virtualmente los precios inmobiliarios en todo el país. Y en la fase de burbuja, la gente puso sus viviendas ya pagadas como colateral para nuevos créditos de consumo. Por eso ahora pierden sus hogares.

Así como la burbuja punto-com de Clinton disparó los ingresos fiscales del gobierno federal — que crecieron a un ritmo anual del 15%—, la burbuja inmobiliaria también disparó el crecimiento de los ingresos del gobierno federal a un ritmo también rayano en el 15% anual. En el primer caso, generó los superávits presupuestarios de Clinton; en el segundo, causó el rápido declive del déficit presupuestario. El crecimiento acelerado de los ingresos fiscales federales chupó ingresos y riqueza del sector privado. Añádase a eso la subida de tipos de la Fed en 2004 y los disparados precios de la energía: los consumidores norteamericanos se vieron financieramente restringidos al límite.

Y así vino el desplome. Como bandidos, los ricos siguieron el curso ascendente y, todavía más, el descendente. Según predije yo mismo en 2005, la burbuja inmobiliaria y su colapso traspasaría toda la riqueza a la clase propietaria de Bush. (Véase: [http://www.levyinstitute.org/pubs/ppb\\_82.pdf](http://www.levyinstitute.org/pubs/ppb_82.pdf).) Bueno, también debemos darle su parte de mérito a Obama, puesto que ha sido él quien ha presidido la mayor transferencia de riqueza hacia el 1% jamás vista en el mundo.

No es extraño que Summers se olvide de hablar del lado descendente y se centre en el lado ascendente de las burbujas.

**4.—** Aun cuando Keynes asestó una puñalada, mortal de necesidad, en el corazón de la teoría de los Fondos Prestables, esa teoría ha logrado resucitar de manera notable. He aquí un ejemplo. Martin Wolf es un alumno avanzado de las lecciones de Wynne Godley; y sin embargo, en su artículo antes citado, arguye que nuestro estancamiento crónico se debe a un “exceso de ahorro”:

“Una de esas debilidades es el ‘exceso de ahorro global’, al que también puede llamarse ‘falta de inversión’. Los bajos tipos de interés real prueban ese exceso: hay más ahorro buscando inversiones productivas que inversiones productivas para servirse de ese ahorro.

“Otro indicio del exceso de ahorro eran los ‘desbalances globales’: los enormes excedentes por cuenta corriente (exportaciones netas de capital) de las economías emergentes del este asiático (particularmente, China), de los exportadores de petróleo y de muchas economías de elevados ingresos (señaladamente, Alemania). Esas economías se convirtieron en

suministradoras netas de ahorro al resto del mundo. Eso fue así antes de la crisis, y sigue siendo así hoy.

“Antes de la crisis financiera, los EEUU absorbían buena parte del ahorro global excedente, pero no en inversiones productivas. A pesar de un acceso fácil al crédito barato, la inversión fija en relación con el PIB declinó luego de 2000. Una de las razones de eso fue la caída de los precios relativos de los bienes de inversión: la proporción de la inversión real se mantuvo estable, mientras que se contrajo la de la inversión nominal. Salvo en la burbuja del mercado de valores anterior al 2000, las empresas financiaban también su inversión a partir de sus propios ahorros: no se necesitaba otro tipo de financiamiento.”

Pero Wynne nos enseña que los balances cuadran. Si hay ahorros externos en dólares en el mundo, fueron creados por los déficits por cuenta corriente de los EEUU; cuadran dólar a dólar. No tiene sentido hablar de un “exceso”: los extranjeros exportan a Norteamérica y obtienen dólares que se usan principalmente para comprar bonos del Tesoro de los EEUU. No tiene ningún sentido afirmar que los exportadores globales son “suministradores netos de ahorro al resto del mundo”: los importadores crearon esos ahorros acumulados por los exportadores. No hay ahorros “extra” en parte alguna: los excedentes son el registro contable de los déficits, y cuadran dólar a dólar, yen a yen, euro a euro.

No puedes tener un “exceso de ahorro” y una “falta de inversión”. Como nos enseñó Keynes, la inversión crea el ahorro. Dólar a dólar. A una falta de inversiones correspondería una falta de ahorros, ¡no un exceso!. No hay “exceso de ahorro” para financiar una burbuja bursátil! Wolf confunde un enunciado de nivel micro (una empresa puede financiar su inversión a partir de sus propios “ahorros”, o ingresos retenidos) con un enunciado macro (las empresas financian la inversión con el ahorro). El primer enunciado puede ser verdadero; el segundo es un yerro lógico.

Wolf se sabe todo eso sobradamente, estoy seguro. Pero lo ha obnubilado su intento de celebrar la “bravura” de Summers.

**5.—** La teoría estancacionista de Summers resulta gravemente deficiente a la hora de identificar las causas. Lo que tampoco puede resultar demasiado sorprendente, habida cuenta de que los keynesianos [bastardos] de Washington, como Summers, han tenido una gran responsabilidad: jamás levantaron una defensa de lo público frente a los neoliberales. Tanto Krugman como Summers se llenan la boca con la necesidad de mayores estímulos fiscales, pero su incompreensión del problema del déficit les priva de poder ofrecer una argumentación coherente.

### **Lo que pasa de verdad: los límites del keynesianismo bastardo, el Problema de Domar y la Ley de Say**

La verdad es que el estancamiento es el resultado de que el gasto público crece más lentamente que el PIB. En otras palabras: si la proporción del gasto público en relación con el conjunto de la economía deja de crecer, estamos jodidos.

Se trata del llamado Problema Domar, ampliamente analizado por dos profesores de Portland, Vatter y Walker, que consagraron sus carreras académicas a su estudio. Aunque virtualmente todos los economistas de la corriente principal creen en la Ley de Say a largo plazo (la oferta crearía la demanda, de modo que la restricción última a largo plazo vendría del lado de la oferta), lo cierto es que la restricción real al crecimiento a largo plazo en una economía capitalista desarrollada viene siempre del lado de la demanda. (Obsérvese que no hay nada nuevo en el reconocimiento que hacen Summers y Krugman de un estancamiento inveterado: David Levy lo llamó una “depresión contenida” en 1991; Wallace Peterson anunció una depresión silenciosa” en 1994; y yo mismo demostré en 1999 que el problema es una demanda crónicamente restringida. En una Conferencia del Levy Institute recientemente celebrada en Río de Janeiro, Paul McCulley dejó sentado lo que llamó un principio económico fundamental: *la microeconomía y la macroeconomía son disciplinas intrínsecamente diferentes. La macro va por el lado de la demanda; la micro, por el de la oferta. Para cualquier horizonte temporal práctico, la demanda siempre dirige la oferta. Véase: <http://www.economonitor.com/lrwray/2013/10/14/minsky-does-rio-notes-from-a-conference/>.)*

Bien sé que lo que estoy diciendo es herético, aunque esté totalmente respaldado por los datos empíricos. Y este estancamiento no dimana de una trampa de liquidez, o de un tipo de interfees “natural” negativo. Arraiga antes bien en la gran productividad de la inversión capitalista en planta y equipo. Para decirlo en términos simples: el problema es que la inversión es, precisamente, demasiado productiva. El efecto de oferta de la inversión (creación de capacidad) es mucho más grande que el efecto de demanda (el multiplicador), lo que resulta en un exceso de capacidad que deprime la demanda. Y eso se llama hiato de demanda.

Permítaseme citar un texto que escribí en 2007, uno de los últimos artículos que escribí antes del estallido de la crisis: [http://www.levyinstitute.org/pubs/wp\\_488.pdf](http://www.levyinstitute.org/pubs/wp_488.pdf). (Pero véase también un texto anterior que escribí con Marc-Andre Pigeon sobre estancamiento inveterado que apunta como causa a las restricciones de demanda: <http://www.levyinstitute.org/pubs/wp269.pdf>.) Me centraba aquí en el estancamiento a largo plazo siguiendo los argumentos de Domar y de Vatter y Walker. Lo que venía a decir entonces es, en suma, esto:

“En la *Teoría General*, Keynes abordó los efectos de la inversión sobre el lado de la demanda: una inversión creciente genera ingresos que, a su vez, inducen al gasto de consumo. Keynes apuntó a la inversión como el más importante componente ‘autónomo’ del gasto. Pues se centró en las ventas futuras y en los beneficios esperados a lo largo de la vida de la planta y el equipo. De aquí que las fluctuaciones de la inversión ‘dirijan’ la economía. Puesto que Keynes estaba sobre todo interesado en explicar la determinación del producto y del empleo agregados en un momento temporal dado, tendió a mantener constante la capacidad productiva de la economía. Que la economía operara a plena capacidad o que operara con un exceso substancial de capacidad, podía entonces atribuirse al nivel de la demanda efectiva, ella misma una función de la cantidad de inversión.

“Si la economía operaba por debajo de la plena capacidad, entonces la solución sería incrementar la demanda efectiva, bien estimulando una mayor inversión, bien incrementando uno de los otros componentes de la demanda. Luego de la II Guerra Mundial, la ‘política keynesiana’ llegó a ser identificada con un ‘ajuste’ de la demanda efectiva logrado a través de varios incentivos de inversión (créditos fiscales, investigación y desarrollo públicamente financiados, gestión contracíclica de los tipos de interés) y a través de la política fiscal contracíclica. En la práctica, la política tendió a favorecer los estímulos a la inversión antes que el uso discrecional del presupuesto federal: en efecto, ‘más inversión’ solió ser la solución propuesta durante todo el período de postguerra para enfrentarse al crecimiento lento, al desempleo elevado, al bajo crecimiento de la productividad y a otros males sociales y económicos.

“Sin embargo, desde el comienzo mismo de la postguerra, Domar ya había reconocido el problema causado por el sesgo de este tipo de políticas. En materia de crecimiento económico, no es legítimo ignorar los efectos de capacidad en los procesos de inversión. No sólo la inversión añade demanda agregada, sino que incrementa la oferta potencial agregada añadiendo planta y equipo que aumentan la capacidad. Para ser más precisos, una parte de la inversión bruta se usa para reemplazar capital caído en desuso (ya por deterioro físico, ya por obsolescencia tecnológica), mientras que la ‘inversión neta’ añade capacidad productiva. Nótese, además, que aunque se necesita aumentar la inversión para incrementar la demanda agregada (a través del multiplicador), un nivel constante de inversión neta incrementará continuamente la oferta potencial agregada. El “Problema de Domar” resulta de este hecho: nada garantiza que la demanda adicional creada por el incremento de las inversiones absorberá la capacidad adicional creada por la inversión neta. En efecto, si la inversión neta es constante, y si eso añade capacidad a una tasa constante, entonces es extremadamente improbable que la demanda agregada crezca lo suficientemente rápido como para mantener la plena utilización del capital. Eso refuta la Ley de Say, puesto que la robustecida capacidad para ofrecer producto no encontrará demanda suficiente. ‘Más inversión’ como tal, así pues, no puede ser una solución fiable para una situación en la que la demanda era ya insuficiente para permitir la plena utilización de la capacidad existente.

“Vatter y Walker llevaron este razonamiento un paso más allá, mostrando que, luego de la II Guerra Mundial, la razón producto/capital era al menos un tercio superior a la que había sido antes de la guerra. Debido a las innovaciones tecnológicas ahorradoras de capital, se necesita menos capital fijo por unidad de producto, de modo que los efectos del lado de la oferta de la inversión rebasarán permanentemente los efectos multiplicadores del lado de la demanda (por ejemplo, a medida que un nivel constante de inversión neta añade capacidad a una tasa creciente). La única manera de usar la capacidad extra generada por la inversión neta es

incrementar otros tipos de demanda. Consistirían éstos en gasto familiar (en bienes de consumo, así como en 'inversión' residencial), en gasto público (a escala federal, estatal y local) y en gasto exterior (exportaciones netas).

"Vatter y Walker creían que el crecimiento del gasto público sería normalmente necesario para absorber la capacidad creada por la inversión privada. Y, en efecto, insistieron frecuentemente en que el gasto público tenía que crecer a un ritmo que excediera el del crecimiento del PIB. A fin de evitar el estancamiento.

"No ha de interpretarse eso como una aceptación de la 'reactivación' keynesiana para 'ajustar' la economía. En realidad, Hansen había demostrado previamente que la reactivación fracasaría. Si el Estado incrementa su gasto y su empleo en recesión, aumentando la demanda agregada y, así, la actividad económica sólo para retirar el estímulo una vez esté en marcha la expansión, lo que hará será llevarse por delante los puestos de trabajo creados restaurando una situación de exceso de capacidad. Cuanto mayores las dimensiones del Estado, más difícil se hace cortar el gasto, porque los puestos de trabajo, el consumo, el ingreso y hasta la inversión, todo, todo depende del gasto público. De acuerdo con Vatter y Walker, en un sistema fiscal bien gestionado, el gasto público crecerá rápidamente cuando caiga la inversión (para prevenir el colapso de la demanda efectiva). Ellos llamaron a eso una 'carraca': más que oscilaciones contracíclicas de gasto público, lo que se da es una "participación indefinidamente creciente del gasto público en el conjunto de la economía". Adolf Wagner había sostenido [en el siglo XIX] que el desarrollo económico lleva a la industrialización y a la urbanización, lo que genera un incremento absoluto y relativo en la demanda de más servicios públicos (ni que decir tiene: J.K. Galbraith sostuvo algo parecido [en el siglo XX]). Así pues, por motivos políticos y socioeconómicos, el Estado debería crecer más rápidamente que la economía. Si no lo hace, no sólo deja eso a la sociedad con menos servicios públicamente suministrados de lo que sería deseable, sino que también generará estancamiento a través del Problema de Domar.

### El imprescindible complemento del análisis Kalecki/Minsky

"Esos argumentos, que apuntan a tendencias inveteradas al estancamiento, pueden complementarse con el análisis Kalecki/Minsky del papel del Estado en el ciclo económico. Los beneficios agregados son iguales a la inversión más el déficit público más el excedente por cuenta corriente más el consumo procedente del beneficio menos el ahorro procedente de los salarios. Cuando cae la inversión, caen los beneficios. Como dejó dicho Minsky, la inversión pasada realizada con la expectativa de beneficios futuros no puede ser validada a un nivel más bajo de inversión, lo que deprime la inversión en curso, lo que disminuye los beneficios a través de un proceso de causación acumulativa. En una economía presidida por un Estado grande con un presupuesto que oscila automáticamente de manera contracíclica se crean déficits que atenúan los efectos sobre los beneficios. Las innovaciones ahorradoras de capital incrementan los efectos de capacidad de la inversión, de modo que, mientras la inversión se mantenga por encima de los niveles de reemplazo, la oferta potencial agregada subirá. Para utilizar esta nueva capacidad, la demanda agregada debe crecer aun cuando la inversión caiga a un nivel más bajo.

"A menos que otra fuente de demanda cubra el hiato abierto, el presupuesto público tiene que resultar más estimulativo. Eso es más fácil de realizar con un Estado de grandes dimensiones, debido a las oscilaciones potencialmente más grandes de su balanza presupuestaria en relación con el conjunto de la economía. Minsky sostuvo que el Estado debe ser al menos tan grande como la inversión, pero que el Estado debe ser todavía más grande en la medida en que las oscilaciones de inversión son grandes si las oscilaciones presupuestarias automáticas son relativamente pequeñas. Además, como se argüirá luego, los déficits comerciales persistentes incrementarán el papel del Estado en punto a mantener los beneficios y la demanda."

Compárese esta explicación mía [de 2007] del estancamiento crónico con el argumento de Summers/Krugman, según el cual todo se debe al inobservable tipo de interés real "natural", que habría caído por debajo de cero. Y con su argumento de que, para combatir el estancamiento, necesitamos más burbujas.

En mi texto de 2007 amplié el análisis del Problema de Domar para dar cuenta de los vientos de proa a que se enfrentaba la economía de comienzos de siglo:



“... es necesario actualizar el análisis para tomar en cuenta los más importantes cambios registrados desde mediados de los 90: a) el crecimiento del consumo (financiado con crédito) ha jugado un papel sorprendentemente grande en el crecimiento de la pasada década; b) un déficit comercial crónicamente creciente ha empeorado la dinámica del crecimiento; y c) ha habido cambios substanciales en la política de impuestos, especialmente bajo la actual administración.”

Terminaba mi artículo advirtiendo sobre los peligros a que se enfrentaba la economía:

“[H]ay peligros reales para el crecimiento estadounidense, tanto en el plazo corto como en el plazo largo. Los desembolsos del gobierno federal no crecen con una tendencia por encima de la tasa de crecimiento del PIB. Desde 1960 eso se ha visto de alguna manera compensado, primero, por transferencias federales a los gobiernos estatales y locales, y luego, por el crecimiento de transferencias a los hogares en forma de ‘bienestar’ y pensiones de vejez. Sin embargo, el gasto en bienestar se estancó esencialmente desde comienzos de los 70 (en relación con el PIB), y Clinton puso fin al ‘bienestar tal y como lo conocimos hasta ahora’ poniendo estrictas restricciones a los individuos y a los estados federados para prevenir el crecimiento de las transferencias sociales. Además, los supuestos ‘pasivos sin financiar’ de la Seguridad Social y de Medicare son usados por los guerreros generacionales para tratar de dismantelar la red de seguridad de los ancianos. Aunque sus avances se han visto hasta ahora limitados [...], podrían tener más éxito en el futuro. Por último, el gobierno federal ha sostenido menos el gasto de los gobiernos estatales y locales desde mediados de los 70. Irónicamente, eso ha ocurrido cuando se ‘devolvían’ responsabilidades a los estados federados, lo que ha llevado a una recurrente ‘crisis fiscal’ a escala estatal y local.”

“En el otro lado de la política fiscal, los impuestos son abiertamente restrictivos. Los impuestos estatales y locales son, en conjunto, regresivos. Dada una relación hipotéticamente inversa entre la propensión al consumo y el nivel de ingresos, los impuestos regresivos reducen la demanda agregada. A nivel federal, los impuestos a los salarios son regresivos, y lo que es peor, penalizan al empleo al castigar tanto a quienes perciben salarios como a quienes los pagan. Eso incrementa el coste del empleo nacional, favoreciendo el empleo en naciones que no gravan los salarios. [...].”

“El tercer ámbito que suscita preocupación es la tendencia del crecimiento de la deuda del sector privado. Es verdad que la deuda no ha dejado de crecer continua y persistentemente desde 1960, pero los recientes déficits del sector privado han acelerado la tasa de crecimiento de la deuda en relación con el ingreso. La deuda familiar es ahora el doble del ingreso disponible. La disposición al gasto con déficit ayudó a alimentar el boom de Clinton y alimentó la ‘recuperación’ de Bush. Eso podría deberse, en parte, a la ‘democratización’ del acceso al crédito (que no es necesariamente mala cosa). Además, la fortaleza y duración del boom de Clinton, así como la burbuja del mercado de valores y el mito de la Nueva Economía probablemente incrementaron las expectativas de los hogares norteamericanos. Cuando terminó la burbuja, el sector privado se retrajo temporalmente, pero el empréstito no tardó en renovarse a ritmo vivo.”

“Desde 2001, dos factores parece haber jugado un papel dominante en la generación de los déficits de los hogares. Primero, la recuperación de Bush ha sido débil en términos de puestos de trabajo creados y, más importante aún, en términos de crecimiento salarial. Esta es la primera ‘expansión’ desde el final de la II Guerra Mundial en la que los salarios reales no han crecido: en realidad, el salario horario medio ha caído en torno a un 2% desde 2003. La masa de los salarios y las remuneraciones laborales alcanzó su participación más baja en el PIB desde que empezaron a registrarse esos datos en 1947: un mero 45% del PIB en el primer trimestre de 2006, en comparación con un 53,6% en 1970 (o un 50% todavía en 2001). Incluso los trabajadores que se hallan en el 90 percentil han visto caer su paga real en los pasados tres años. Un estudio detallado de los datos del censo descubrió que todo el crecimiento del ingreso medio en los EEUU entre 2001 y 2005 se debía al crecimiento de los ingresos de los mayores de 65 años; para los menores de 65 años, el ingreso cayó unos dos mil dólares de promedio. El ingreso real de los varones era realmente más bajo en 2005 que en 1973. En 2005, el quintil en la cúspide recibió más de la mitad de todo el ingreso, mientras que la participación de los otros quintiles siguió cayendo. Así que, hasta cierto punto, el crecimiento de la deuda es necesario para mantener niveles de vida crecientes (o aun constantes) en un ambiente de ingresos reales o estancados o en retroceso, salvo en lo más alto de la cúspide de la distribución del ingreso.”

“Eso explica parte de la presión que ‘empuja’ al endeudamiento, mientras que las burbujas de precios de los bienes raíces y de las materias primas suministraban el ‘tirón’. Luego del desplome del mercado de valores (a comienzos de siglo), los inversores buscaron activos de ingresos alternativos, y los encontraron en las materias primas y en los bienes raíces. [...]

“El cuarto ámbito de preocupación es la globalización y la presión externa sobre salarios y precios. Aunque muchos analistas ponen el acento en los efectos de la creciente apertura sobre la balanza comercial estadounidense, eso no es lo importante. Como enseña la teoría económica elemental, las importaciones son un beneficio y las exportaciones un costo, de modo que las importaciones netas representan beneficios netos. El problema es que el análisis elemental presupone el pleno empleo. Los EEUU pueden cosechar los beneficios netos de sus déficits comerciales sólo si operan a plena capacidad. Desgraciadamente, la respuesta instintiva a los déficits comerciales es reducir la demanda interior imponiendo políticas monetarias y fiscales de austeridad (que no hacen otra cosa que complicar los problemas generados por la fuga de demanda hacia las importaciones). Eso garantiza que no se disfrutará de los beneficios potenciales de un déficit comercial. La respuesta correcta es encontrar empleo para los desplazados por un déficit comercial e incrementar la demanda nacional para cubrir la fuga del déficit comercial. Lo cual, sin embargo, resulta extremadamente difícil en el actual ambiente político-económico, que atribuye el déficit comercial a unos consumidores norteamericanos que “vivirían por encima de sus posibilidades”, agarrados al “ahorro exterior”. La verdad es que el déficit por cuenta corriente estadounidense es la fuente de los activos en dólares acumulados por los extranjeros. Aunque puede ser cierto que los consumidores norteamericanos están sobre-endeudados, su deuda es en dólares y no hay mucha diferencia si el tenedor de esa deuda es nacional o extranjero. Lo que cuenta es que la competencia exterior ha reducido los salarios y las remuneraciones laborales estadounidenses y ha causado, tal vez, pérdidas de puestos de trabajo. Sin embargo, eso se convierte en un problema sólo si las políticas económicas estadounidenses se niegan a responder creando puestos de trabajo y protegiendo niveles de vida decentes. [...]

“El último problema a largo plazo es el crecimiento de la ideología ‘neoconservadora’. Aunque no es tan fácil definir esa ideología en términos precisos, puede decirse que representa una reacción contra la ‘economía mixta’ en la que el Gran Estado tiene un papel positivo que jugar. En substancia, es un regreso a la era Hoover de *laissez-faire*, en la que el ideal es un Estado pequeño y en la que se supone que la iniciativa privada es capaz de alimentar el crecimiento económico. Puede que esto resultara más o menos cierto en el siglo XIX, cuando la economía estaba relativamente subdesarrollada y la capacidad productiva era limitada. En esa época, la elevada inversión privada contribuía a la demanda y a la oferta de modo aproximadamente igual. Sin embargo, la innovación y el progreso tecnológicos aumentaron los efectos de capacidad de la inversión a punto tal, que rebasaron holgadamente los efectos del lado de la demanda.

“Por eso, aun cuando la ideología neoconservadora pudiera resultar apropiada en alguna fase pasada del desarrollo capitalista, está claramente fuera de lugar en la economía moderna, en la que los efectos de capacidad de la inversión son gigantescos. Por lo demás, los neocons violarían la Ley de Wagner al reducir las dimensiones del Estado a medida que la economía se desarrolla, ignorando el deseo y la necesidades sociales de una creciente provisión de servicios sociales a medida que crece la economía. El argumento construido por J. K. Galbraith a comienzos de los 60 respecto de la carencia relativa de servicios públicos es hoy todavía mucho más acuciante con las insatisfechas necesidades de asistencia sanitaria universal, de acceso universal a la educación superior (preparando a la juventud para la economía del ‘conocimiento’) y de mayor compromiso público con la erradicación final de las desigualdades subsistentes que resultan del racismo, el sexismo y los sesgos culturales intransigentes. Todos estos son asuntos difíciles, y no hay ningún argumento plausible de que puedan resolverse por la vía de la ‘iniciativa privada’. Lo cierto es que la ideología neocon ha jugado un papel determinante en punto a revertir los progresos realizados desde el final de la II Guerra Mundial, en éste y en otros frentes. Las políticas neocon recompensan a los privilegiados y castigan a los necesitados. [...]

“Como solía argüir Hyman Minsky, el capitalismo era un sistema fallido en 1930. El crecimiento del “Gran Estado” fue señalado por Minsky, así como por Vatter y Walker, como la medicina necesaria para construir una versión robusta y viable del capitalismo. Minsky insistió siempre en que hay ‘57 variedades’ de capitalismo, con distintos sistemas apropiados a diferentes épocas históricas. Desgraciadamente, los actuales hooveritas buscan regresar a 1929, es decir, a un sistema que ni siquiera resultaba ya adecuado para la época de preguerra. El

enfoque económico evolucionario o institucional adoptado por Domar, Minsky y Vatter y Walker, que reconoce la necesidad de la ‘economía mixta’, es la alternativa que podría ayudarnos a formular políticas a la altura de los problemas de nuestro tiempo.”

Eso decía yo en 2007. Ahora sabemos qué pasó luego. ¡Colapsamos! Estamos en pleno colapso. Y seguirá el colapso, hasta que entendamos el papel positivo que el Estado debe jugar en la economía.

**NOTA T: [1]** El modelo IS-LM (Inversión/Ahorro-Preferencia de Liquidez, por sus siglas en inglés) o modelo Hicks-Hansen es el núcleo de lo que en la postguerra convino en llamarse “síntesis neoclásica” entre Keynes y la teoría neoclásica tradicional, devastadoramente criticada en la *Teoría General*. Denunciada vehementemente esta “síntesis” por los discípulos directos de Keynes en Gran Bretaña —la gran Joan Robinson habló de “keynesianismo bastardo”—, se impuso en los EEUU como “keynesianismo”, gracias en buena parte a propagandistas académicos tan eficaces como Paul Samuelson, del que Krugman fue discípulo.

**Randall Wray** es uno de los analistas económicos más respetados de Estados Unidos. Colabora con el proyecto newdeal 2.0 y escribe regularmente en *New Economic Perspectives* y en *Economonitor.com*. Profesor de economía en la University of Missouri-Kansas City e investigador en el “Center for Full Employment and Price Stability”. Ha sido presidente de la Association for Institutional Thought (AFIT) y ha formado parte del comité de dirección de la Association for Evolutionary Economics (AFEE). Randall Wray ha trabajado durante mucho tiempo en el análisis de problemas de política monetaria, macroeconomía y políticas de pleno empleo. Es autor de *Understanding Modern Money: The Key to Full Employment and Price Stability* (Elgar, 1998) y *Money and Credit in Capitalist Economies* (Elgar 1990).

Traducción para [www.sinpermiso.info](http://www.sinpermiso.info) por: Miguel de Puñonrostro

**sinpermiso** electrónico se ofrece semanalmente de forma gratuita. Estamos realizando una campaña de microfinanciación que finalizará el 22 de diciembre para poder renovar la web. Si le ha interesado este artículo, considere la posibilidad de contribuir al desarrollo de este proyecto político-cultural realizando una donación a: <http://www.verkami.com/projects/7097-sinpermiso-br-una-nueva-web-br-para-seguir-luchando>

<http://www.economonitor.com>, 21 noviembre 2013