

J.A. GARCIA-DURAN

La tradición de Cambridge
y la escasez de ahorro

El economista versado en las polémicas contemporáneas puede quedar sorprendido por el título de este artículo. Cambridge siempre ha sido consumista, a pesar de la austeridad de sus "college". ¿Qué pueden decirnos sobre la escasez de ahorro?. El mensaje es bien conocido: la inversión precede al ahorro; la inversión crea el ahorro necesario. La decisión de invertir precede muy frecuentemente al acto de ahorrar (coincidencia con Schumpeter). La preferencia por la liquidez es sólo una forma de indecisión, de falta de definición de las inversiones a realizar (Hicks).

No hay que establecer medidas de incremento del ahorro, sino de animación de la inversión. Si a nivel de pleno empleo existe escasez de ahorro, basta con fomentar una política empresarial y de las administraciones públicas de prudencia, más que establecer restricciones importantes de la demanda que pueden desencadenar efectos acumulativos de disminución de la inversión, al no ceder las nuevas expectativas crecientes de los ahorradores con respecto a las retribuciones a alcanzar.

Repasemos, pues, las ideas de Cambridge desde esta perspectiva.

Marshall: ahorro y tipo de interés

Las principales ideas de esta corriente se inician en el Cambridge victoriano donde hablar de "rentistas" era normal. Alfred Marshall señala que una bajada de los tipos de interés sin incremento de dividendos que la compense, reduce la participación de los ahorradores indivi-

duales en las ganancias, es decir, aumenta el ahorro de las empresas. Esa reducción de la renta familiar disponible con respecto al PIB tiene un efecto más importante de disminución del consumo total que cualquier impacto que puedan tener los tipos bajos de interés para aumentar la ratio del consumo al ingreso del rentista.

Frente al equilibrio automático por disminución del tipo de interés, Marshall señala que puede incrementarse el ahorro, incluso con tipos de interés bajos, si las empresas son prudentes en el gasto y en el reparto de dividendos.

Una elevación de los tipos de interés, sin disminución de dividendos que la compense, aumenta la participación de los ahorradores individuales en las ganancias, es decir, disminuye el ahorro de las empresas. Ese incremento de la participación de los rentistas tiene efectos más importantes de elevación del consumo total que cualquier impacto que puedan tener los tipos de interés elevados para aumentar la ratio del ahorro al ingreso del rentista.

¿Son importantes estas consideraciones en la explicación del ahorro empresarial en España?. La información disponible parece indicar que no. La elevación del coste de los capitales ajenos se ha visto compensada por una reducción del endeudamiento y por una reducción de los dividendos pagados. El ahorro de las empresas no tiene porqué haberse visto afectado negativamente por la elevación de los tipos de interés. La disminución del ahorro empresarial neto ha de deberse a otras causas.

Sin embargo, antes de considerar zanjado el tema, conviene considerar con más calma los comportamientos que se esconden detrás de los datos. Cuatro consideraciones pueden requerir atención.

Primera, entre 1977 y 1981 el incremento del coste del capital ajeno sobre ventas (dos puntos) ha compensado exactamente el efecto de la moderación salarial post-moncloa (dos puntos menos).

Segundo, si el ahorro se realiza con vistas a la inversión, la decisión de ahorro se ve afectada por los determinantes de la misma. La empresa compara en principio los rendimientos esperados de la inversión con la diferencia entre el coste del capital y la tasa esperada de inflación. Desde 1977 la tasa esperada de inflación por las empresas disminuye, mientras que los tipos de interés no ceden.

Tercero, el llamado coste directo de los fondos propios, es decir, los dividendos sobre capitales propios, no son un buen indicador del coste real de la expansión. La relación dividendo—precio señala las condiciones financieras en que ésta puede lograrse. La caída de las cotiza-

ciones bursátiles ocurrida desde 1973 indica la preferencia de los ahorradores por los títulos a corto cuando se descubre la sobrevaloración bursátil inducida por la inflación, aumenta la incertidumbre (política y respecto a las tasas de inflación) y se amplía, como ha señalado Modigliani, la tasa de descuento aplicada a las retribuciones del mercado de capitales.

Por último, la operación de reducción de endeudamiento sin posibilidad de expansión del capital propio, las operaciones de saneamiento, no constituyen ahorro empresarial neto.

No resulta difícil reformular el pensamiento de Marshall (quien también se había referido a los efectos positivos de la incertidumbre sobre la demanda de saldos reales), en términos de que una elevación de tipos de interés, si la disminución de dividendos que la compensa significa un freno a la expansión, puede disminuir el ahorro neto de las empresas. ¿Para qué incrementar reservas, si el complemento de financiación preciso para la inversión no puede pagarse?.

Keynes y la jarra de las Danaidas

Todo lector del *Tratado sobre el Dinero* ha tenido que quedar fascinado por su capítulo dedicado a las ecuaciones fundamentales para el análisis del valor del dinero. Desde formulaciones muy sencillas se obtienen resultados sorprendentes. El precio de los bienes de consumo, por ejemplo, ha de ser igual a las retribuciones por unidad de producto más los beneficios o ganancias por unidad de producto; el precio de los bienes de consumo —dicho de otra forma— ha de ser igual al coste medio de producción más un margen que depende de la intensidad de la demanda. Por tanto, para una inversión dada, a un coste dado, la intensidad de la demanda depende inversamente de la cuantía del ahorro. Por tanto:

$$P_c = W_1 + \frac{I-S}{Q_c} = W_1 + \frac{\pi_c}{Q_c}$$

Donde W_1 son las retribuciones por unidad de producto, I el coste de producción de los nuevos bienes de capital, S el ahorro, Q_c la producción de bienes de consumo, P_c el precio de los bienes de consumo y π_c los beneficios obtenidos en la producción de bienes de consumo.

Los beneficios en el sector de bienes de consumo dependen negativamente del ahorro. Como el ahorro lo realizan sobre todo los cuartiles superiores de la renta, siempre que estos señores deciden consumir más, aumentan los beneficios realizados en el sector de bienes de consumo. Por tanto, si en la definición de renta incluimos los beneficios, los ahorros nunca pueden disminuir por grande que sea el gasto en consumo.

Los ahorros disminuyen porque baja la inversión. Empresas poco ahorradoras pueden provocar excesos temporales de demanda agregada que, al atajarse mediante elevaciones transitorias de los tipos de interés, por las políticas restrictivas inducidas, provocan reducciones de la inversión.

J. Robinson: publicidad y consumo de las ganancias

Uno de los mensajes fundamentales de la obra de J. Robinson parte precisamente de la anterior consideración de Marshall—Keynes. “Mientras los empresarios cumplan su cometido acumulando capacidad productiva, es posible orillar a los rentistas a que desempeñan su papel de consumir el producto” (pág. 276); “el ahorro es en cierta medida un esfuerzo moral, aun cuando se tiene un alto nivel de vida, pues es difícil cumplir las resoluciones para comportarse frugalmente cuando sin cesar se ve uno acosado por la publicidad y la tentación de nuevas mercancías” (pág. 265). (O por el desprecio de Freud, como insistiría un buen amigo).

J. Robinson no sólo reconoce el papel del gasto de los rentistas, sino que observa cómo ese gasto se exige gracias a los procedimientos de la competición imperfecta. Irónicamente señala que los “explotados” trabajadores de la competición imperfecta, cuyo salario “sólo” es igual al ingreso de su producto marginal, están satisfechos con la situación.

“Cada empresario vería con gusto que su esposa y sus accionistas se contentaran con poco, para poder usar el grueso de sus ganancias como inversión (o como reservas para financiar inversión futura) en tanto que se beneficia con el gasto de las esposas de los otros y con el gasto de los demás accionistas, pues éste fortalece el mercado de bienes”.

Si la proporción del consumo de los rentistas sobre el excedente empresarial se mantiene constante y el progreso técnico es neutral, con lo que la participación de las ganancias en el valor del producto también es constante, nos encontraremos en una edad de oro sin problemas de demanda agregada, pues la demanda de mercancías aumenta en el tiem-

po a la tasa de crecimiento de la economía. Además, si la proporción de beneficios repartidos es constante, la ratio de pasivos de los empresarios al valor del capital permanece constante.

Una característica importante de esta economía de edad de oro con rentistas es que la tasa de ganancias del capital ya no es igual a la tasa de crecimiento de la economía. Como los beneficios han de dar para la inversión y para el consumo de los capitalistas, la tasa de beneficio ha de superar la tasa de crecimiento.

¿Caben algunas consideraciones sencillas sobre la evolución de la economía española en el último decenio inspiradas por estos aspectos de la visión de J. Robinson sobre la formación de capital?. La diferencia de consumo privado y salarios puede servir de indicación somera de la evolución del consumo de los rentistas. Siguiendo ese método excesivamente simple, en el período 1974–77 se produce una caída de las ganancias en el valor del producto y en los años 1975 y 1978 una caída del consumo de los rentistas sobre el excedente empresarial que llega a apreciarse incluso en la evolución real del consumo privado total. Entre los economistas se hablaba de cuáles serían los “nuevos productos” que relanzaran el consumo. Algunos componentes de la demanda de consumo flaquean al mismo tiempo que la demanda de inversión, la cuantía del ahorro ha de notarlo.

M. Kalecki: la proporción del consumo sobre el capital

Kalecki recoge en 1942 la idea inicial del *Tratado sobre el dinero* y la fórmula en términos matemáticos. Su conclusión es que si la tasa de consumo de los capitalistas sobre su riqueza es elevada, la tasa de beneficio será elevada en relación al tipo de interés y se mantendrá la inversión.

Kalecki parte de que el beneficio se divide en inversión y consumo de los rentistas:

$$B = I + C_r$$

Como los capitalistas pueden decidir su inversión y su consumo, pero no sus beneficios, la causalidad en esta identidad va del segundo miembro hacia el primero. Si se expresa el consumo de los rentistas como un componente autónomo más una proporción de los beneficios medios —considerados como renta permanente—, se obtiene que

$$B = \frac{1}{s_c} (C_c + I)$$

la conocida ecuación kaldoriana de la distribución. El consumo autónomo de los capitalistas es el elemento de inercia, “resultado de los hábitos adquiridos por los capitalistas como resultado de su desarrollo pasado”. La tasa de beneficio sobre el capital será entonces:

$$\frac{B}{K} = \frac{1}{s_c} \frac{C_c + I}{K}$$

Cuando el consumo proveniente de ganancias no es desdeñable en relación al capital, cuando una parte importante de las cuasi-rentas se consume, la tasa de beneficio es superior al tipo de interés y la inversión está animada. Dicho en otras palabras, si todo el excedente empresarial se dedicara a la inversión muy pronto sobraría capital, con lo que desaparecería la diferencia entre la tasa de beneficio y el tipo de interés: un C_c/K muy bajo no es bueno porque puede provocar un nivel de inversión muy bajo.

Si hay un exceso de consumo sobre el capital nos encontraremos en inflación crónica si la cantidad de dinero lo permite.

N. Kaldor: Teorías alternativas de la distribución

Kaldor elimina de la visión de Cambridge el consumo autónomo de los capitalistas y la neutralidad del progreso técnico. La ecuación del beneficio de Kalecki puede convertirse en una teoría de las participaciones relativas:

$$\frac{B}{Y} = \frac{1}{s_c} \frac{I}{Y}$$

La constancia de las participaciones relativas es resultado de la constancia de I/Y en el crecimiento sostenido.

Una elevación de la tasa de ahorro de los rentistas —como en 1975— reduce la proporción de beneficios; una disminución de la inver-

sión reduce la proporción de beneficios. Sin embargo, al quedar borrada en esta ecuación la relación entre tasa de beneficio y tipo de interés como determinantes de la inversión, no pueden apreciarse los motivos de *overshooting* de las estabilizaciones establecidas en periodos de preferencia por la liquidez.

Pasinetti: la paradoja del ahorro de los trabajadores

Pasinetti parte de una idea sencilla, pero poderosa. Por poco que ahorre cada trabajador, los trabajadores son también rentistas, en especial si se tienen en cuenta los rendimientos del capital en fondos de pensiones, seguros, las rentas implícitas en el sistema de reparto de la seguridad social. La tasa de beneficio ha de incluir la retribución a ese capital que los trabajadores poseen.

Pasinetti afirma entonces innecesariamente que “en un modelo de equilibrio a largo plazo la hipótesis que evidentemente hay que adoptar es la de un tipo de interés igual a la tasa de beneficio”. En este caso, “a largo plazo, la propensión a ahorrar de los trabajadores, aunque influye en la distribución de la renta entre capitalistas y trabajadores, no influye en la distribución de la renta entre beneficios y salarios, ¡ni ejerce la menor influencia sobre la tasa de beneficio!”.

Ello se debe a que el beneficio por unidad de ahorro ha de ser el mismo, de modo que “la proporción de los beneficios que cada categoría recibe respecto a los ahorros que aporta será siempre la misma para todas las categorías”, con lo que “a largo plazo, cuando los trabajadores ahorran, reciben un volumen de beneficios tal que hace iguales exactamente el volumen total de ahorro de los trabajadores y la cantidad que los capitalistas habrían ahorrado de los beneficios de los trabajadores si hubieran conservado estos beneficios”. Puede parecer, por el contrario, que si los capitalistas se hubieran quedado con esos beneficios, habrían consumido una proporción menor. Pasinetti, forzado por su igualación de la tasa de beneficio y el tipo de interés, o pensando en el consumo de los pensionistas, señala que “el volumen de ahorro procedente de los salarios acaba siempre por ser igual al consumo adicional de los trabajadores realizado con cargo a los beneficios” (donde consumo adicional significa la diferencia entre su consumo y lo que habrían consumido los capitalistas si estos beneficios hubiesen quedado en sus manos).

Una discusión de la posible influencia de estos aspectos en la economía española de los últimos años habrá de esperar a otro momento.

Hay que pasar por todas las consideraciones referentes a los efectos sobre el ahorro de los sistemas de reparto; además habrá que esperar a que una explotación de los datos del impuesto de sucesiones permita conocer algo más sobre la distribución de la riqueza por edades. Pasinetti mismo está explorando los efectos sobre su modelo de la consideración de una tasa de beneficio superior al tipo de interés.

A modo de resumen

Tres ideas de Marshall, que la demanda de dinero puede depender de la incertidumbre, que el ahorro puede mal comportarse con respecto al tipo de interés y que las cantidades pueden reaccionar antes que los precios, han marcado profundamente las reflexiones de la escuela de Cambridge durante nuestro siglo. Se trata de mensajes que se han ido perfeccionando a través de un esfuerzo de justificación de sus resultados en términos de comportamientos individuales maximizadores en un terreno en que la información cuesta.

La cuantía del ahorro baja porque bajan la inversión y la renta. En la bajada de la inversión ha jugado un papel la caída del beneficio con respecto al tipo de interés, a lo que pudo haber ayudado en un momento determinado la elevación de la tasa de ahorro de los rentistas. La inversión encuentra un freno en la preferencia por las colocaciones líquidas del ahorro, que ha mantenido elevada la relación dividendo—precio.

Insistir —con un lenguaje u otro— en estos elementos keynesianos del paro constituye todavía uno de los grandes méritos de Cambridge. En este año de fallecimiento de Joan Robinson, de quien tanto hemos aprendido los economistas y de centenario del nacimiento de J.M. Keynes, había que recordarlo. Pero no caben conclusiones precipitadas, el reconocimiento de la presencia de paro keynesiano no tiene porqué llevar a políticas permanentes de estímulo de la demanda: interesan inversiones bien orientadas. Pero no hay ahorro sin inversión y los excesos de gasto pueden curarse con prudencia más que estableciendo las condiciones en que la inversión sea difícil. Parece que ya estamos en ese camino.

Desde 1978, la recuperación del excedente empresarial y del consumo menos salarios como porcentaje de las rentas netas de la propiedad y de la empresa, y la disminución de la relación dividendo—precio, aseguran una recuperación del ahorro neto empresarial.