

## V.- RESUMEN Y CONCLUSIONES

1.- No se trata ya de lo insatisfactorio que pueda parecer la presentación de la macroeconomía a la que nos acostumbró la síntesis neoclásica, es que debieron ser tan graves sus insuficiencias que tras un largo periodo de existencia como paradigma económico predominante se ha visto desplazada por una teoría que bajo la etiqueta del equilibrio de mercado pretende contar con un modelo más general respecto del que la revolución keynesiana sólo constituiría una retahíla de supuestos específicos basados normalmente en rigideces. En la práctica dicho modelo no es sino la restauración pura y simple del modelo neoclásico o de lo que Keynes denominaba economía clásica. Pero mediando o no revoluciones lo cierto es que la historia no se repite - excepto como farsa, al decir de Marx - por eso hemos creído conveniente volver a rastrear desde una perspectiva evolutiva el devenir de la teoría monetaria desarrollada en Cambridge hasta concluir en la *Teoría General*.

El punto de llegada no es una estación final, es una estación necesaria que vuelve a ser nuevamente un punto de partida desde el que conservando muchos de los elementos del análisis se comience por discutir las insuficiencias del keynesianismo, el de Keynes y el de sus intérpretes. Las bases que nos ha proporcionado el capítulo son muy importantes en aspectos tan significativos como el proceso ahorro inversión, el cuestionamiento de la teoría cuantitativa, la teoría del interés, la caracterización del mercado de trabajo, la teoría de la demanda efectiva o el modelo de oferta y demanda agregada. Además no siempre la última palabra corresponde a las obras más recientes; esto es particularmente cierto en el caso del *Treatise*, cuyas ecuaciones fundamentales serán un de los hilos conductores de nuestra macroeconomía de una economía empresarial.

2.- Las penetrantes visiones de Hicks y Meade de lo que es el corazón de la revolución keyensiana nos llevaron a considerar que una economía monetaria moderna es una economía de patrón salarial en la que las decisiones de inversión o de gasto en general son el motor del crecimiento y en la que el ahorro se iguala necesariamente *ex post*, jugando un papel subordinado a la manera keynesiana pero sin dar lugar a ese proceso de multiplicación de rentas que caracteriza al modelo renta gasto. La teoría monetaria acorde con esa visión del proceso ahorro inversión es una teoría endogenista del dinero en la que el motivo financiación es la piedra angular de la demanda de dinero y en la que los tipos de interés a corto plazo están determinados por la autoridad monetaria de manera que sólo los tipos a largo, curva rendimiento-plazo, quedan dependiendo de la preferencia por la liquidez del público en base a sus expectativas de lo que hará en el futuro el banco central.

En este tipo de economía, que hemos denominado economía empresarial, descubrimos la dificultad de que girando todas las posibilidades de expansión en torno a las decisiones de producción motivadas por el beneficio, resultaba que existía un desequilibrio entre producción y rentas que impedía una expansión rentable de la producción: las rentas resultaban insuficientes para retirar los productos con beneficio. Buscamos una respuesta a esta vieja intuición de Sismondi, sobre las que Tooke y Marx formularon certeras preguntas, en la propia expansión del sistema capitalista, descubriendo posteriormente que Marx formuló unas indicaciones en este sentido que a pesar de su claridad pasaron desapercibidas a muchos comentaristas más interesados en las insuficiencias de demanda que en el proceso de acumulación en sí. El modelo de una economía empresarial resultante, tiene sin embargo su raíz última en una dinámica del tipo de la de Sismondi, en la que las sucesivas secuencias de producción y rentas nos acaban por engendrar dos reglas básicas de comportamiento: los precios están ligados a los cambios en el salario de eficiencia y a las *variaciones* de la tasa de crecimiento; en tanto que los beneficios se explican por la tasa de crecimiento y el grado de mecanización de la producción o relación capital fijo/ capital variable. A través de esa ecuación de precios y de la de beneficios, que por analogía con su

homóloga de Cambridge hemos denominado ecuación de Bilbao, contamos con un sencillo modelo que integra crecimiento, precios y distribución de renta. La teoría de la inflación que emerge reserva un lugar para una inflación salarial y para una inflación de demanda que no es sino una inflación de beneficios. En cuanto a la ocupación, se descartan los infundados prejuicios de la doctrina de la tasa natural de desempleo, toda vez que no existe en principio ningún obstáculo para un crecimiento no inflacionista, si bien emergen razones para vigilar especialmente los procesos de aceleración del crecimiento económico.

En general la macroeconomía de una economía empresarial se haya tan cercana del *Treatise* como de la *Teoría General*; la síntesis de ambas toma la idea de un sistema que en base a dos variables exógenas clave como son el salario y el tipo de interés, y con la incertidumbre sobre su propio futuro tiene que tomar decisiones de expansión de la producción que considera ligadas a un determinado nivel de beneficios. Puede pensarse que en la medida en que se adoptan las decisiones de producción se está garantizando que las mismas se cumplirán satisfactoriamente a través de las propias rentas que genera el proceso. Pero en realidad hay dos interrogantes de las que depende el resultado final: por una parte, el desequilibrio de Sismondi precisa de una expansión de la producción o de inyecciones externas adecuadas, de otra, de resultas de lo anterior y habida cuenta de las carencias añadidas de información nada garantiza que los empresarios puedan vender las cantidades previstas a la tasa de beneficio esperada. Si el par beneficio-producción no es el adecuado dadas las tasas de interés y la percepción del riesgo existentes se decidirá revisar la producción primero a través de las existencias y directamente en el siguiente periodo de rotación del capital.

3.- Son tantas y de tanta enjundia las cuestiones que se plantean en torno al comportamiento económico-financiero del prototipo de economía regional que hemos tomado como referencia, que muchas de ellas han podido ser abordadas sólo en un

recorrido a vista de pájaro. A modo de recapitulación, recordaremos que hemos tratado de contar primero con una explicación del crecimiento económico no sólo porque los modelos que abordan la cuestión tienen amplias implicaciones en un fenómeno tan importante para nuestro estudio como son los movimientos de capitales, sino también porque el marco de referencia a medio plazo ilustra el contexto en el que se desarrolla el proceso de ajuste regional. A través de un análisis de fundamentación microeconómica llegamos a la conclusión de que el ajuste real de la economía regional en un marco de competencia imperfecta es básicamente un ajuste de cantidades producidas y que la respuesta de la economía depende crucialmente de la concentración de las producciones que experimentan shocks de demanda y de la diferenciación de productos en que se encuentra especializada junto con la flexibilidad del mercado de trabajo.

En cualquier caso, nuestra economía de referencia es la de una región europea cuyos intercambios en un futuro cercano o ya en el momento actual no disfrutan del paraguas protector de los reajustes permanentes del tipo de cambio, por lo que inmediatamente hemos planteado el problema de la estabilización y de las transferencias de rentas. A tal efecto nos dotamos de una estructura de análisis que posibilite la discusión de la interrelación de las cuentas corriente, de capital y financiera. La evidencia empírica acerca de los flujos corrientes de renta parece clara, pero los flujos de capitales, coherentes y claros en algunos países como Canadá, presentan un panorama confuso en otros, sobre todo en relación con el previsible resultado de las balanzas de bienes y servicios. De ahí emerge una necesidad clara de mejorar la base estadística, que dadas las dificultades de las balanzas de pagos puede seguir el camino de las cuentas financieras propuesto en este estudio. Sólo un perfeccionamiento del aparato estadístico acabará por descartar cualquier duda sobre el sentido de los flujos económicos y la pertinencia de los distintos paradigmas teóricos que pretenden explicarlos.

El desarrollo de cuentas financieras ha de ilustrar además el segundo bloque de cuestiones que afloran al analizar el ajuste financiero. Además de las implicaciones que las condiciones reales como la sincronización del ciclo, la estructura productiva o la internacionalización tienen de cara a valorar el alcance de las repercusiones de las condiciones financieras, se han analizado los diversos argumentos que cuestionan la percepción primaria de que el dinero tiene escaso impacto en la economía regional. En particular hemos comprobado cómo cuestiones como “el problema de la transferencia” y la preferencia por la liquidez no tienen la influencia que a menudo se les atribuye, aunque no por ello dejan de ser neutrales, pues sí que ejercen un impacto desfavorable a través de los mercados regionales de crédito. En una consideración más detenida de estos últimos descubrimos que las posibilidades de diferenciación regional de tipos y de racionamiento son ciertas y que las mismas están estrechamente correlacionadas con el riesgo regional y el crecimiento económico y con la estructura del sistema bancario, particularmente con la importancia que tiene la existencia o no de una banca “a lo largo del país”. En resumidas cuentas, el claro condicionamiento institucional y estructural del inventario de factores en presencia sugieren la conveniencia de análisis ad hoc que valoren las circunstancias de cada región.

4.- El confuso estado del acervo estadístico que se puso de manifiesto en el capítulo tercero aconsejaba realizar un esfuerzo en la materia. A pesar de las dificultades, en base a las estadísticas de cuentas económicas y sobre todo a la metodología y estimación de cuentas financieras que se presenta como Apéndice en el capítulo sexto y último, creemos haber avanzado en la comprensión de las interacciones entre la economía real y la financiera.

En primer lugar, hemos tenido ocasión de seguir en términos empíricos las relaciones entre ahorro, inversión y crecimiento en una economía empresarial. Siguiendo las

implicaciones del modelo teórico, la parálisis inversora de comienzos de los años ochenta se manifestaba como causa determinante del fuerte descenso de los niveles de ahorro interior; y en sentido contrario, la extraordinaria acumulación de capital posterior invertía completamente el proceso. En medio de todo ello vimos también el previsible impacto que los desiguales ritmos de evolución comparada del gasto interno y la competitividad tenían en el excedente global de la economía.

Las estimaciones sobre flujos financieros debidos a operaciones corrientes son escasas, distantes y parciales, sus resultados históricos anuncian la transferencia de rentas de una parte muy importante del excedente global de la economía vasca. A falta de estimaciones completas de balanza de pagos, las cuentas financieras que tantos otros análisis posibilitan en el orden estrictamente financiero, se revelan también como un instrumento útil para conocer siquiera sea globalmente el sentido de los flujos financieros interregionales. El elevado ahorro financiero de la economía vasca y su composición por agentes nos desvelaban algunas de sus primeras características: un sector público escasamente deficitario y unas posiciones de fuerte necesidad y capacidad de financiación respectivamente en las empresas y las familias.

Desde el punto de vista del endeudamiento, pasivos sobre PIB, que es una ratio clave en el análisis de cualquier economía hemos podido comprobar que los saldos pasivos del sector privado no experimentaron variaciones significativas a lo largo de los ochenta, a pesar del intenso proceso de capitalización habido, aunque el movimiento del endeudamiento de las familias ha sido más intenso que el de las empresas. He ahí por lo tanto desvelado un factor condicionante de la economía real que puede ser de enorme importancia, pues es claro que en una economía empresarial no basta con contar con decisiones de expansión de la riqueza neta sino que también se precisa una efectiva disposición de crédito en condiciones compatibles con las expectativas de crecimiento y de rentabilidad del capital.

Si el enfoque financiero era pobre en la valoración de los flujos de renta, lógicamente tiene su punto fuerte en el análisis de los flujos de capital. Los flujos de la economía vasca con el exterior a lo largo de los últimos años no emiten ninguna señal poderosa que nos alerte sobre posibles efectos de diferenciales de rentabilidad del capital, preferencia por la liquidez o estructura general de la riqueza financiera. Sin embargo, la consideración de los saldos acumulados nos advierte de la existencia de significativas asimetrías en la estructura financiera neta: la economía vasca obtiene financiación del exterior a través de los mercados de crédito al tiempo que proporciona financiación a través de la adquisición neta de valores a corto plazo y reservas de seguros. Como se recordará estos eran aspectos ya comentados en la parte teórica en donde se discutió la posibilidad de que la atractividad del centro volviese más indirectos los procesos de financiación con repercusiones en los mercados de crédito.

En última instancia vemos que la dependencia de los mercados de crédito por parte de las empresas tiene su contrapartida en el otro extremo en una preferencia de las familias por activos líquidos y sin riesgo, por más que a lo largo del período las economías domésticas hayan hecho un esfuerzo en la financiación empresarial directa a través de la adquisición de títulos valores. Por otra parte la elevada liquidez de las empresas parece descartar completamente uno de los factores de inestabilidad financiera señalados por Minsky, pero al mismo tiempo, en la medida en que éste es un rasgo característico de las empresas de menor tamaño que se enfrentan a mayores problemas de financiación ajena nos sugiere que se trata también de un indicador de la presión de los mercados de crédito.

Finalmente, las diferencias regionales de tipos de interés detectadas, siempre a la baja, parecen estar ligadas al ciclo económico, sin descartar claro está factores propiamente institucionales. En cuanto a importancia, aunque no son desdeñables, parecen ser en general menores que las que potencialmente se derivan de la segmentación de clientelas.

## **RESUMEN Y CONCLUSIONES**

El cuadro general que deducimos finalmente como definitorio de la economía vasca dibuja una economía todavía básicamente excedentaria con tendencia a menores tipos de interés salvo en las fases más álgidas del ciclo, con moderados niveles de endeudamiento, alta dependencia de los mercados de crédito y financiación al exterior a través de la preferencia por activos líquidos y sin riesgo y de la actividad aseguradora. Aunque en conjunto pueda parecer que las condiciones financieras no comprometen el desarrollo, ello no quiere decir que no se puedan producir mejoras en los circuitos de financiación que en última instancia deberían servir para que el coste de la financiación no entorpezca el desarrollo. No se olvide que son los costes de financiación los que enjugan buena parte de la rentabilidad económica situándonos en muy modestas cifras comparadas de rentabilidad de los recursos propios que a fin de cuentas es determinante en una economía en la que todavía no se ven claras las posibilidades de un despegue a largo plazo de la rentabilidad del capital.