

El yin y el yang de las finanzas

La esencia del capital radica en su capacidad de permanecer a lo largo del tiempo. Es un bien que se conserva y acumula. En este trabajo hemos pensado el capitalismo financiero desde una perspectiva nueva, en la que el modo en que la deuda y el crédito evolucionan en el tiempo está en relación directa con la calidad de la estructura financiera de los pagos de la deuda y los ingresos que los cubren, esto es, con la fragilidad o la robustez de dicha estructura de flujos de dinero intertemporales. La hipótesis que proponemos sobre los determinantes del nivel de endeudamiento de la economía nos conduce a una reflexión sobre cuestiones de gran interés tales como por qué se requiere más o menos deuda para financiar un mismo volumen de gasto, qué explica el crecimiento de la deuda y qué la fuerza con que lo hace, y por qué pueden surgir problemas en su amortización.

Kapitalaren funtsa irauteko duen ahalmenean datza. Ondasun bat da, gorde eta metatzen dena. Lan honetan, ikuspegi berri batetik hartu dugu kapitalismo finantzarioa. Ikuspegi horretatik, zorrak eta kredituak denboran zehar duten bilakaera zuzenean lotuta dago zorraren ordainketen eta ordainketa horiek estaltzen dituzten sarreren egitura finantzarioarekin, hau da, denbora arteko diru-fluxuen egitura horren ahultasunarekin edo sendotasunarekin. Ekonomiaren zorpetze-mailaren baldintzatzaileei buruz proposatzen dugun hipotesiak interes handiko arazoan inguruan gogoeta egitera garamatza, besteak beste, honako hauen inguruan: zergatik eskatzen den zor handiagoa edo txikiagoa gastu-bolumen bererako, zein den zorra areagotzearen eta halako indarrez areagotzearen arrazoia eta zergatik sor daitezkeen arazoak zor horren amortizazioan.

The essence of the capital resides in its capacity of performance lengthways in the time. In this study, we have considered the financing capitalism from a new perspective that we wish to be also a valid and promising one. In this perspective, the way in which economy's debt and credit develop through the time, is directly connected with the quality of the financing structure of the payments of the debt and with the incomings that cover them. All this is linked to the fragility or to the robustness of the said structure of inter-temporaries flows of money. The theory that we propose about the determinants of the indebtedness's level of economy, will lead us to a reflection of a chief political interest about the ordinary questions, such as the question why it is required more or minus debt in financing the same volume of cost? What can explain the debt increasing? Which is the force with which it acts? And why can problems rise in its amortization?

ÍNDICE

1. Introducción
 2. El concepto de financiación externa
 3. La medición de la financiación externa
 4. Estructura financiera de pagos e ingresos
 5. Teoría de la dinámica de la deuda, el crédito y la estructura financiera
 6. Tipos de dinámicas financieras
 7. Una aplicación de la teoría: la ayuda financiera al desarrollo
- Referencias bibliográficas

Palabras clave: capital, deuda externa, financiación externa, fragilidad financiera

N.º de clasificación JEL: E12, E32, O16

1. INTRODUCCIÓN

El capital es un tipo particular de mercancía que caracteriza a toda una clase de economías, denominadas por esta razón capitalistas (o capitalismo). Recordemos que la esencia del capital radica en cómo permanece en el tiempo; en cómo se acumula y se conserva. Y por eso, dado que es un bien duradero, sucede que: (a) en su valor hay algún tipo de visualización del futuro —lo que nos lleva de cabeza a la naturaleza incierta de tal creencia, de lo que será—, y (b) el concepto de pago para un bien así ha de ser problemático tanto en cuanto el momento de su compra y el de su construcción no coincide ni cronológica ni cuantitativamente con el periodo de tiempo en el que presta sus servicios. El origen de las finanzas modernas es el pago problemático del capital. Siendo lo

financiero la identidad del capitalismo, y habiendo llegado a ocupar un papel tan primordial —por culpa de la naturaleza del capital— en nuestras economías, es por eso que las llamamos capitalistas.

Observamos, en efecto, que generalmente en las compras de capital parte del pago se hace mediante deuda, esto es, el pago «efectivo» del mismo es aplazado. Y puesto que este tipo de compras, porque son inversiones reales que incrementan el *stock* de capital productivo, están relacionadas con el crecimiento de la renta y con el nivel de empleo de la economía, es lógico pensar, cerrando una vez más el círculo del pensamiento, que la cantidad de deuda, y, sobre todo, su composición cualitativa según las diversas clases de deuda que la formen, afectarán a la dinámica de la economía (esto es, por la vía de la dinámica del capital),

y viceversa. Razón suficiente para preguntarse por la cosa de las finanzas¹.

Ahora bien, la deuda no lo explica todo. Ella sola es una de las dos caras de la moneda financiera. Dicho con otras palabras: la realidad de las finanzas se asienta sobre dos polos, o como se expresaría en la filosofía de Oriente tan popular en Occidente, tiene un *Yin* y un *Yang*². Porque si bien la deuda es lo contrario del crédito, no es menos verdad que no puede existir deuda si no se le concede crédito, es decir, si no hay creencia en su pago. De ahí que a quienes lo dan se les llama acreedores. Para ellos, la deuda que resulta de su acción (los créditos) se transforma en riqueza de carácter financiero —entre cuyas expresiones está el dinero mismo—.

En este trabajo de investigación hemos pensado el capitalismo financiero problemático desde una perspectiva nueva; que esperamos sea también válida y prometedora. En ella, el modo en que la deuda y el crédito de la economía evolucionan en el tiempo está en relación directa con la calidad de la estructura financiera de los

pagos de la deuda y los ingresos que los cubren, esto es, con la fragilidad o la robustez de dicha estructura de pares de flujos de dinero intertemporales. Mientras que la teoría que proponemos sobre los determinantes del nivel de endeudamiento de la economía nos conducirá a una reflexión de gran interés político sobre cuestiones ordinarias de las que se habla demasiado y sin fundamento tales como por qué se requiere más o menos deuda para financiar un mismo volumen de gasto, qué explica el crecimiento de la deuda y qué la fuerza con que lo hace, y por qué pueden surgir problemas en su amortización. Por último, señalaremos que nuestra visión polar de las finanzas no mitifica ninguna de las figuras que concurren en la dinámica global del proceso financiero. Sino que reintegra a los acreedores y a los deudores a su necesaria y esencial unidad. Y es sólo por ello que en esta investigación se apunta ya una desmitificación del ahorrador (o acreedor), justificada por el papel y posición que tiene en la teoría de la dinámica de la deuda, el crédito y la estructura financiera que se presenta.

En tanto que nos ocupamos de dar cuenta de la dinámica de la deuda y, en relación con ella, de la estructura financiera de la economía, y si bien nosotros no usamos o no necesitamos de teoría alguna del ciclo para validar los resultados alcanzados, sí que la investigación guarda relación con una teoría del ciclo económico basada en el endeudamiento. Es decir, este trabajo se ha concebido como el desarrollo de un elemento implícito y central de dicha teoría del ciclo, uno que es necesario para su comprensión, pero del cual nadie antes se ocupó aisladamente de él con objeto de su dilucidación. Los siguientes autores y sus

¹ La obra de H. P. Minsky (1919-1996), centrada en la Hipótesis de la fragilidad y de la inestabilidad financiera, es un ejemplo de esta visión de la naturaleza del capitalismo.

² Lloyd (1966), en págs 40-41, dice al respecto del *Yin* y del *Yang* que: «Es bien conocido, por cierto, el papel que han desempeñado los opuestos en el antiguo pensamiento chino, en particular la doctrina del *Yin* y del *Yang*. Originariamente, *Yin* es la "parte sombreada" de una colina o de una casa, y *Yang* la "parte expuesta al sol". De un lado, son *Yin* la oscuridad, el frío, el sexo femenino, la noche, la luna, la tierra, el oeste, el norte, lo blando, lo pesado, lo débil, lo situado detrás, lo situado debajo, la derecha y la muerte. Del otro lado, son *Yang* la luz (la claridad diurna), el calor, el sexo masculino, el día, el sol, los cielos, el este, el sur, lo duro, lo ligero (por oposición a lo pesado), lo fuerte, lo situado delante, lo situado encima, la izquierda y la vida».

obras, escogidos porque hablan del tema de la deuda y el ciclo económico, constituyen, a nuestro modo de ver, el paradigma de referencia sobre este tema.

De Irving Fisher, son fundamentales para nosotros sus publicaciones de 1932 y de 1933, puesto que en ellas se presenta originalmente la tesis del endeudamiento como causa de la gran depresión que siguió al crack bursátil de 1929. La obra completa de Hyman P. Minsky es relevante y oportuna para nosotros, pues es un autor que consideró la dinámica de la deuda como exclusivo objeto de toda su investigación. Y si bien no cabe entender el presente trabajo como una formalización de sus ideas, sí es cierto que hay en común, en este con el de él, la preocupación por entender el porqué del crecimiento de la deuda y el qué de la estabilidad de la estructura financiera a ella asociada. Autores como Gatti y Gallegatti (1990) y Taylor y O'Connell (1985) han presentado resultados valiosos sobre la dinámica de la financiación externa. Pero éstos sólo son válidos para una economía en la que toda la financiación externa es directa, es decir, para el caso de que toda la financiación del capital venga de la «bolsa». Se trata de una restricción inadmisibles para realidades significativas. En otras palabras, por ejemplo, «las acciones» son una forma de financiación marginal para economías pequeñas como España, donde las grandes empresas son pocas y las pequeñas, muy numerosas, no cotizan en bolsa, o bien para una economía muy grande, como cuando consideramos una economía internacional donde los deudores son países pobres y sucede que quienes son pobres tampoco pueden acceder a la bolsa. Es por ello que el análisis que presentamos es novedoso en tanto que la

financiación externa es deuda del tipo de la del crédito bancario, aquella que implica pagos contractuales de la deuda fechados (y no contingentes, como las acciones). Financiación indirecta que es relevante no sólo en las economías de las que hemos hablado, sino que en el caso de algunos sectores, por ejemplo, en la deuda de las familias, esto es, de las hipotecas de las viviendas, es la única forma posible de financiación.

El artículo comienza por la definición de la variable original del sistema, nos referimos a la financiación externa. Por original se entiende que la variable no es producida por ninguna anterior, esto es, que es primitiva. De ahí que, posteriormente, se la considere una variable exógena del modelo. A continuación, en la sección «la medición de la financiación externa» se analizan las partes constituyentes de la financiación externa, diferenciándolas y dándoles una significación financiera plena; esto es, obtenemos un número mayor de variables, ahora ya más especificadas, con las que discursar sobre lo financiero; al mismo tiempo que dejamos constancia de que esta unidad original de la que se han obtenido todas ellas, y a la que todas pertenecen, es decir, la financiación externa, da la lógica de las relaciones recíprocas de sus partes; y que, por consiguiente, como todas se relacionan mutuamente forman un sistema financiero. En esta primera descomposición, en particular, la financiación externa se presenta como suma de tres partes caracterizadas como movimientos del *stock* de deuda existente en la economía. Esta segunda sección, pues, apunta ya el sistema financiero de dos dimensiones, es decir, uno constituido por deuda-*stock* y crédito-flujo, que se discute en la sección cuarta.

En la sección tercera, se deducen dos nuevas variables, los pagos contractuales de la deuda y el beneficio que los cubre, a partir del crédito y la financiación externa, ambas magnitudes definidas en la sección anterior. El tipo de interés, que da lugar a una de las partes del pago contractual de la deuda, se introduce en esta sección, en efecto, a partir del crédito, a saber, como un porcentaje que al aplicársele obliga a que se de cómo parte del pago contractual de la deuda el ingreso de los rentistas. Estas dos variables de la sección tres permiten hablar ya de estructura financiera de la economía como relación de igualdad o desigualdad, positiva y negativa, que en el tiempo mantienen los pagos contractuales de la deuda con los beneficios que los cubren. La sección cuarta explicitará las relaciones recíprocas y dinámicas de las variables financieras previamente definidas. Por un lado, las que constituyen el sistema bidimensional crédito y deuda; y como imagen y totalmente determinado por este, el de la estructura financiera. Esta sección aborda, por consiguiente, la dinámica tanto del sistema financiero como de su estructura. Estando ambos aspectos del mismo sistema mutuamente afectados o determinados. Termina la sección cuarta con una expresión visual que facilita a través de gráficas espaciales de fases la comprensión de la dinámica financiera que se acababa de presentar en términos analíticos. En la sección quinta, se estudian distintas trayectorias dinámicas que pudiesen corresponder a modificaciones a algunos de los parámetros básicos del modelo. Acaba el artículo con una aplicación del modelo teórico a un asunto de actualidad como es el de la ayuda financiera al desarrollo. Ocupándonos, en concreto, de la exigencia de inversión directa en capital real por los países ricos en los pobres

para asegurar la estabilidad financiera de la economía internacional en su conjunto.

2. EL CONCEPTO DE FINANCIACIÓN EXTERNA

La financiación externa del gasto, por ejemplo, en capital productivo o real, es un concepto clave para cualquier teoría de la deuda y del crédito. El término externo se refiere al tiempo bien pasado o bien futuro de los pagos; a los que se representa en el afuera del momento presente tanto en cuanto todo tiempo pasado o porvenir, por definición, no ocupan el mismo lugar que el presente que está pasando. Un modo de definir esta dislocación en el tiempo del gasto respecto al pago es recordar el significado de la idea y del ideal de trueque que sustenta el análisis económico clásico; poniéndolo seguidamente en el contexto (para él crítico) de una economía monetaria y en tiempo histórico.

Así diremos que una compra que se financia externamente se caracteriza por la circunstancia de que la(s) venta(s) que da(n) la compensación lógica a tal compra se ha(n) producido bien en el pasado o bien se producirá(n) en el futuro. Esto es, externo habla de una(s) venta(s) (teóricamente encadenada(s) a una compra) que está(n) afuera del presente (o tiempo en que se da la compra). La lógica que está detrás de esta concepción de compras y ventas (de bienes reales) encadenadas intertemporalmente es, como ya dijimos, la del trueque. Si bien, para este caso, ex(n)tendida de tal forma que incluya al hipotético trueque en el que su completa actualización y desarrollo exige dos o más momentos de tiempo; cuando, según su tópico y su esencia, el trueque es un acto

que sucede en el instante, esto es, sin tiempo ni duración alguna. Esta visión clásica de la realidad económica plantea una cuestión fundamental del intercambio y del mercado, a saber, que la adquisición de una mercancía sólo está efectivamente pagada si a cambio se entrega otra cosa de la misma naturaleza, es decir, otra mercancía³.

3. LA MEDICIÓN DE LA FINANCIACIÓN EXTERNA

El gasto en inversión de la economía, según el momento del tiempo en que se gana el dinero con que se paga: pasado, presente o futuro (respecto del acto de gasto), se puede dividir en inversión con financiación externa e inversión con financiación interna. Esta descomposición de la inversión en suma de dos partes se presenta en la ecuación (1):

$$I_t = F_t + Y_t \quad (1)$$

Donde, el total de gasto en inversión está señalado por I_t , la parte financiada externamente está representada por F_t , y la financiada internamente, esto es, con el ingreso de ventas reales producidas en el mismo periodo de tiempo t en que se produce la inversión, se representa por Y_t .

El gasto en inversión puesto ya en el flujo circular de la renta es además un ingreso de la economía. Desde esta pers-

pectiva, Kalecki y Jerome Levy estudiaron cómo se forma en la economía el beneficio del conjunto de empresas. Poniendo en relación este ingreso clave para la estabilidad financiera del capitalismo con distintos tipos de gastos. Entre los cuales destaca singularmente la inversión misma. Tal es así que para una economía capitalista en esqueleto, lo que queda de ella cuando se le quita el ahorro de las familias y el déficit público y de balanza de pagos, sucede que lo que ganan las empresas es lo que gastan, es decir, que sus beneficios son su inversión. Esta relación simplificada de los gastos y beneficios empresariales ha de tenerse en cuenta para la comprensión de algunas de las identidades que sustentan nuestra teoría.

Iniciamos en este punto el análisis de la financiación externa con la descomposición más general que cabe de esta variable financiera, esto es, aquella que se obtiene de concebirla como el movimiento del *stock* de deuda de la economía. Los cambios del *stock* de deuda que han de tenerse en cuenta son tres: el aumento, la disminución y el movimiento circular de la masa. A partir de los cuales iremos estableciendo las distintas formas de la financiación externa así como su relación con la estructura financiera de la economía. La identificación de la financiación externa con los distintos movimientos de la masa de deuda se recoge en la ecuación (2).

$$F_t = \Delta^+ S_{t-1} + \Delta^- S_{t-1} + \Delta^+ S_{t-1} \quad (2)$$

Donde, S_{t-1} indica el *stock* de deuda en sí mismo (el cual proviene del periodo anterior a t), y ΔS_{t-1} alguna de las alteraciones mencionadas de S_{t-1} que pueden suceder en t . En relación a las clases de movimientos de la deuda: (a) $\Delta^+ S_{t-1}$ representa el

³ Se entiende así por qué la economía clásica rechaza un dinero de naturaleza simbólica y crediticio, uno que sea radicalmente diferente a la mercancía por la que él se cambia, y, por consiguiente, carente del valor intrínseco de ella. Mientras que, por otro lado, sucede que los detractores del concepto mercancía del dinero y, por eso, de la economía clásica, comparten el que su pensamiento económico sea bastante heterodoxo; ver, por ejemplo, Foucault (1966), Innes (1919), Polanyi (1957) o Schumpeter (1954).

aumento de la cantidad total del *stock* S_{t-1} no contrarrestado en absoluto por destrucción alguna de la deuda heredada del pasado y, por consiguiente, hace referencia a la creación absoluta⁴ de nueva deuda en t ; (b) $\Delta^- S_{t-1}$ representa, por el contrario, a la disminución del *stock* S_{t-1} no contrarrestada en absoluto por creación alguna de deuda y, por tanto, hace referencia a la destrucción absoluta de deuda del pasado en t ; por último, (c) la tercera clase de movimiento, $\Delta^\pm S_{t-1}$ incluye a su vez dos submovimientos de S_{t-1} : (c_1) el primero que representa la sustitución de parte del *stock* S_{t-1} antiguo por una deuda nueva que se crea en t , y, por tanto, hace referencia a la destrucción en t de deuda originada en el pasado contrarrestada por la creación en t de nueva deuda; (c_2) el segundo que representa un movimiento entre acreedores del *stock* de deuda S_{t-1} , lo cual implica la ausencia total de creaciones o destrucciones de deuda en t ⁵.

Esta expresión de la financiación externa lleva implícita los dos modos con que normalmente la financiación externa se nos aparece en la realidad, a saber, el crédito (por ejemplo, el crédito bancario) y el gasto de la riqueza financiera (por ejemplo, la venta de un activo financiero cualquiera, ya sea muy líquido como un depósito bancario o algo menos como la acción de bolsa). El crédito es, por tanto, creación de nueva

deuda. Mientras que el gasto de la riqueza financiera consiste en el empleo de la deuda ya existente, en tanto que riqueza financiera, para la compra de bienes de capital real. En lo que respecta a la relación entre estas dos formas de financiación externa y los movimientos del *stock* de la deuda (los cuales son al menos de cuatro tipos distintos), ésta no es ni puede ser unívoca. Así, la creación de nueva deuda produce un aumento parcial directo del *stock* de deuda de un periodo a otro, esto es, puede ser un movimiento ascendente absoluto o relativo de la deuda. Mientras que el uso que los acreedores den al *stock* de deuda para su gasto de inversión real puede implicar varios tipos de movimientos distintos en el *stock* de deuda, bien la destrucción del *stock* de deuda, que correspondería a movimientos descendentes del *stock* de deuda ya sea absoluto o relativo, o finalmente un movimiento circular de la masa de deuda, como un submovimiento del tipo c_2 .

4. ESTRUCTURA FINANCIERA DE PAGOS E INGRESOS

Por estructura financiera nos referimos a la relación en el tiempo que se da entre el pago comprometido de la deuda y el beneficio efectivo que lo cubre. La definición de dicha estructura de pagos e ingresos de dinero relativos a la deuda exige, por tanto, que queden determinados los dos flujos de dinero que la constituyen. De lo que nos ocuparemos en esta sección y en la siguiente.

Los pagos comprometidos en la deuda que vencen en un presente cualquiera han de calcularse a partir de la serie de créditos que se hayan producido en el pasado. Como sabemos, cualquier crédito da lugar

⁴ Absoluto indica aquí sin que quepa asociarle ninguna contraprestación en destrucción de deuda antigua del *stock* heredado del pasado.

⁵ Por ejemplo, en el submovimiento c_1 puede verse una sustitución de activos en la cartera de un acreedor tal como la que se produce cuando cambia el deudor en relación al mismo acreedor (se sustituye la deuda vieja por nueva dentro de una misma cartera); mientras que en c_2 puede verse un movimiento del mismo activo entre carteras distintas de acreedores tal como cuando cambia el acreedor en relación a un mismo deudor.

a un plan de pagos sobre un horizonte de tiempo futuro cuyo cumplimiento cancela dicho crédito. Calificaremos a dichos pagos como contractuales de la deuda. Luego, el volumen de pagos contractuales en t de la economía va a depender de la historia pasada de los créditos y , en su caso, del interés que se pudiese cobrar por la deuda viva. Sea P_t el total de dinero a pagar en t por los créditos que se han dado en todo periodo $t-n$ en el pasado de t , designados por C_{t-n} , donde $n = 1, 2, \dots, N$ indica algún periodo pasado $-n$ en el que se concedió el crédito C respecto al presente t , y siendo i un tipo de interés sobre la deuda no amortizada en t , la ecuación (3) da cuenta de los argumentos para la determinación del pago contractual de la deuda en cada periodo t , esto es, historia pasada del crédito y tipo de interés actual:

$$P_t = P_t(C_{t-1}, C_{t-2}, \dots, C_{t-N}; i_t) \quad (3)$$

Como contrapunto al pago contractual está el ingreso de la economía con el que cumplir lo acordado en la deuda. Al volumen de ingresos que permiten cumplir con los pagos contractuales de la deuda los denominaremos R . Será una parte del beneficio logrado por las empresas. En la sección siguiente se presentará un análisis que lo explica como una parte del gasto de inversión agregado de las empresas, siguiendo la propuesta de Kalecki y Levi, pero lo expresaremos como una parte de la financiación externa de dicha inversión, y no de la inversión total en sí.

La estructura financiera, en resumen, nos dará cuenta de la relación que hay, para un horizonte largo de tiempo, entre R y P en una economía dada. Dándose tres posibles situaciones de la estructura financiera de la economía: (a) robusta, en

el caso de que $R > P$; (b) frágil, en el caso de que $R < P$; y (c) equilibrio o estabilidad, en caso de que $R = P$.

5. TEORÍA DE LA DINÁMICA DE LA DEUDA, EL CRÉDITO Y LA ESTRUCTURA FINANCIERA

La teoría propuesta explica la trayectoria que siguen los valores de la deuda y del crédito de la economía hasta alcanzar su equilibrio. Donde los valores de la deuda y del crédito distintos a los de equilibrio se identifican con un estado de la estructura financiera de la economía en la que los beneficios de los deudores o bien son insuficientes para o bien sobrepasan a la amortización de la deuda que vence en el periodo. La estructura financiera de la economía será robusta o frágil según sea que los valores de la deuda y del crédito sean superiores o inferiores a aquellos que aseguran la igualdad de los pagos de la deuda con los ingresos que la cubren. La relación planteada entre finanzas y estructura financiera se puede interpretar en el sentido de que la fragilidad o la robustez de la estructura financiera modifica los valores existentes de la deuda y del crédito de tal manera que a lo largo del tiempo éstos alcanzan sus valores de equilibrio.

Esta relación obtenida entre estructura de los pagos de la deuda y de los beneficios que los cubren y la cantidad de crédito y deuda de una economía para un horizonte temporal largo es el resultado del análisis de las partes en que se divide la financiación externa, y del modo en que se pueden interpretar y relacionar entre sí, que ahora pasamos a exponer.

Como hemos visto anteriormente (ver ecuación 2), el análisis de la financiación

externa nos muestra dos sentidos de este concepto: (a) el que se obtiene de las formas particulares de la financiación externa, a saber, el crédito y el gasto de la riqueza financiera, y (b) el que concibe la financiación externa como el movimiento del *stock* de deuda: un aumento o una disminución, bien en términos absolutos o bien relativos, o, por último, la mera circulación de la deuda existente.

De las dos formas de la financiación externa (en su sentido a), una de ellas, la compra directa de capital real realizada por los acreedores o inversión con cargo a la riqueza financiera coincide con los beneficios potenciales para los deudores cuando la disminución relativa del *stock* de deuda es cero. La parte de estos beneficios que se materialice, en efecto, como beneficio de los deudores es la fuente de dinero ordinaria con la que los deudores deberán amortizar su deuda. Obtenemos así la relación fundamental que liga el comportamiento del gasto de los acreedores con el cumplimiento de las obligaciones de los deudores, y, por consiguiente, el núcleo de la teoría dinámica de las finanzas capitalistas. Esta interpretación del gasto de los acreedores nos lo ofrece como el elemento que buscábamos para conectar las formas de la financiación externa con la estructura financiera de la economía, puesto que el beneficio por él definido forma parte de la estructura financiera de la economía siendo él mismo financiación externa. Téngase en cuenta que en tanto que el gasto de la riqueza financiera en capital productivo (o real) es una forma de financiación externa, el beneficio de los deudores será también una parte de ésta, porque será parte de aquella parte de la financiación externa que es su origen.

Nombremos L a la parte del *stock* de deuda o riqueza financiera que se gasta en capital real por periodo, siendo S la masa de deuda de la economía, LS es la parte de la financiación externa de la que acabamos de decir que los deudores ganan sus beneficios. Luego, la financiación externa es la suma de dos elementos, el crédito C más el gasto de la riqueza financiera LS. Esto es:

$$F = C + LS \quad (4)$$

Nombremos G a la parte de LS que finalmente es el beneficio de los deudores. Luego, GLS es aquella parte de la financiación externa que en la estructura financiera será el beneficio de la economía con el que se cubre el pago de la deuda vencida. Es decir, es R⁶:

$$R = G L S \quad (5)$$

Con las definiciones de F y de R de las ecuaciones 4 y 5, estamos ya en disposición de calcular los valores de C y de S, que denominaremos C^E y S^E, tales que la estructura financiera de la economía que

⁶ La variable R se obtiene de la ecuación (2), donde se concibe a la financiación externa como suma de los movimientos del *stock* de deuda. Dado que, de los movimientos de la deuda allí señalados, sólo podemos tratar como R aquellos que supongan gasto en inversión, es decir, que sean fuente del beneficio agregado, pero, al unísono, que indiquen ingreso para los deudores que puedan emplear en la amortización de su deuda, R ha de ser la suma de dos movimientos (de los cuatro allí recogidos) del *stock*; aquellos que se explican en dos apartados del texto que sigue a la ecuación (2); a saber, el apartado (b) destrucción absoluta de deuda, y el apartado (c.) crédito del periodo que se usa para amortizar deuda heredada del pasado. Por tanto, R no mantiene, excepto en el equilibrio final, una relación fija con la financiación externa; y sólo la mantendría con el beneficio agregado si hubiese a su vez una relación fija entre financiación externa e inversión.

de ellos se obtenga sea de equilibrio (esto es, que $R = P$). Expresaremos estos dos valores, C^E y S^E , como función lineal de F , dados los valores de L y de G . Recordemos que cualesquiera otros valores de C y S diferentes a C^E y S^E serán también diferentes en la estructura financiera que determinan, dicha estructura será bien frágil ($R < P$) o bien robusta ($R > P$). El análisis que sigue se ha particularizado para el caso en que P coincida con la amortización de la deuda uniformemente distribuida en el tiempo y que no incluya el pago de intereses de la deuda pendiente.

Por definición, una estructura financiera en equilibrio es aquella en que los pagos de la deuda P están exactamente cubiertos por los ingresos ordinarios R . Si designamos a P y R cuando están en equilibrio, respectivamente, por P^E y R^E , establecemos la igualdad como:

$$P^E = R^E$$

Si los pagos contractuales consisten en la amortización uniforme de la deuda, cuando la economía alcance una estructura financiera de equilibrio necesariamente sucederá que la amortización de la deuda adoptará el valor del crédito⁷. Por tanto, de $P = R$ llegamos a la siguiente igualdad:

$$P^E = C^E$$

De estas dos identidades de la amortización de la deuda de equilibrio P^E obtene-

mos a su vez la igualdad de sus imágenes. Por consiguiente, en equilibrio, el beneficio de los deudores que cubre la amortización de la deuda es igual al crédito:

$$R^E = C^E$$

Dando el valor de R de la ecuación (5) a esta última identidad, obtenemos que $C^E = GLS^E$. Expresión que pasamos a sustituir en la ecuación (4), la cual quedaría como: $F = GLS^E + LS^E$. Basta ahora despejar S^E de esta nueva formulación de la ecuación (4) para obtener el valor del *stock* de deuda de equilibrio como función lineal de la financiación externa, dados los valores de G y L , como ya anticipábamos:

$$S^E = \frac{F}{(1+G)L}, \quad (7)$$

Sustituyendo este valor para S^E en la ecuación (5), se determinará el de C^E ; el cual será también una función lineal de la financiación externa, dados los valores de G y L :

$$C^E = \frac{G}{(1+G)}F \quad (8)$$

En tanto que C y R , tal y como acabamos de ver, forman parte de la financiación externa, lo mismo que ésta pueden expresarse como movimientos de S . Como dijimos, los movimientos de la deuda eran el segundo sentido (el *b*) del concepto de financiación externa. Y dado que hemos considerado que los movimientos de creación o destrucción relativos del *stock* de dinero son cero, resulta que las partes C y R de la financiación externa, que hemos denominado crédito y beneficios para amortizar la deuda respectivamente, pueden identificarse en

⁷ Demostración: si $C_t = C^E$, y la deuda se amortiza uniformemente en N periodos, siendo T un periodo de tiempo en el que la economía ya ha alcanzado la estructura financiera de equilibrio, entonces sucederá que

cuando $t > T \rightarrow P_t = \frac{1}{N} \sum_{i=N}^{t-1} C_i = \frac{1}{N} NC^E \Rightarrow P_t = C^E = P^E$.

términos absolutos con los aumentos, en el caso de C, y disminuciones, en el caso de R, del *stock* de la deuda:

$$\Delta^+ S = C$$

$$\Delta^- S = R.$$

Relaciones con las que se completa la expresión analítica de la teoría dinámica de la estructura financiera y la deuda de la economía.

Presentamos en el gráfico n.º 1 la línea recta de extremos F y F/L como la trayectoria que sigue el crédito y la deuda desde cualquiera de sus valores iniciales hasta alcanzar los valores de equilibrio representados por el par (C^E, S^E) correspondiente al punto E, intermedio de esta recta, dados los valores de F, L y G^8 . Tomando el punto E como referente, la recta de la trayectoria está dividida en dos partes: la situada en el cuadrante II, donde el *stock* de deuda es superior al de equilibrio S^E , y el cuadrante IV donde el *stock* de deuda es inferior al de equilibrio S^E . Vemos que cualquier estado del crédito y la deuda de la economía localizado en el cuadrante II implica una estructura financiera robusta, de ahí la leyenda $R > P$ del cuadrante II. Lo cual es lógico, porque una cantidad muy elevada de la deuda, por tanto, de la riqueza

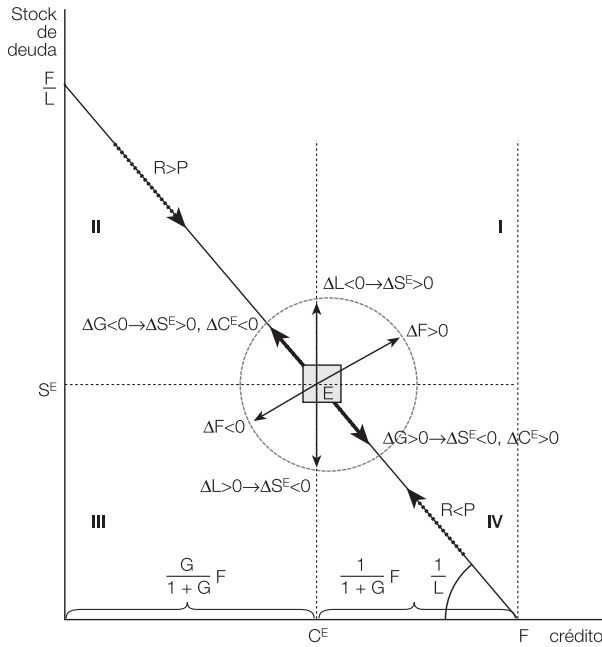
financiera, para un valor de L y G determinado, implica que el beneficio que cubre la amortización de la deuda será muy superior al valor de la amortización vencida en ese periodo. Esta estructura robusta del beneficio y de la amortización de la deuda modifican los valores iniciales del crédito y de la deuda que pudiesen localizarse en dicho cuadrante. Hemos señalado con una línea recta de trazo grueso discontinua superpuesta a la recta de la trayectoria y cuya cabeza apunta a E la dirección que siguen el crédito y la deuda cuando se encuentran en el cuadrante II. Esto es, que el par (C, S) sobre la recta y en el cuadrante IV se desplaza por la trayectoria lineal en dirección sur-este, lo que finalmente le conduce al equilibrio E. Hay un razonamiento simétrico cuando la situación inicial del crédito y la deuda están en el cuadrante IV. Ilustraremos con este último caso la dinámica del crédito y la deuda según nuestra teoría, es decir, cuando la economía parte de un valor inicial de S inferior al de equilibrio y, por consiguiente, la estructura financiera es frágil, como nos indica la leyenda $R < P$ que se encuentra en el cuadrante IV.

Supongamos que, efectivamente, la economía comienza su dinámica con el *stock* de deuda igual a cero. Este estado naciente de la economía estaría representada en el gráfico n.º 1 por el punto de corte con el eje de abscisas de la trayectoria lineal, donde se nos da el nivel de financiación externa F. Puesto que por la ecuación 4, si $S = 0$ necesariamente $C = F$. Todo el crédito es financiación externa y viceversa. La estructura financiera está en desequilibrio dado que el valor del crédito es superior al suyo de equilibrio y, sobre todo, un *stock* de deuda inferior al suyo de equilibrio implica beneficios pequeños en relación a la amortización de la

⁸ Téngase en cuenta que el análisis se centra en el uso productivo del crédito acumulado en forma de deuda en manos de los acreedores, esto es, en el hecho de que L es la parte del *stock* de deuda o riqueza financiera que se «gasta» en bienes de capital real. En este sentido, ha de entenderse que 1-L no es la parte del endeudamiento utilizado para financiar el consumo, sino la parte de la deuda que satisface la preferencia por la liquidez de los acreedores. De hecho, a partir de la definición de «C» (crédito) y al establecer la igualdad entre C y R en el equilibrio, el modelo postula que todo endeudamiento se destina a financiar la inversión productiva o a satisfacer la preferencia por la liquidez en las carteras de los acreedores.

Gráfico n.º 1

Deuda y crédito de equilibrio en el espacio de fases



deuda vencida. Si a partir del punto (0, F) realizamos un simple desarrollo en el tiempo de los cambios que debe sufrir S y C, dado que L, G y el propio valor de F no cambian en el tiempo, siguiendo las reglas de evolución que nos dan la ecuación (4) y (5) comprobaremos que, en efecto, estos valores se aproximan a los de equilibrio de un modo lineal y progresivo⁹. La dirección de aproximación a E de los

estados localizados en el cuadrante IV están señalados en el gráfico n.º 1 por una recta discontinua de trazo grueso que apunta hacia E, por tanto, en dirección noroeste. A la derecha de la cual puede leerse la leyenda R < P que indica la naturaleza frágil de las estructuras financieras de todos los estados del crédito y la deuda de dicho cuadrante IV.

⁹ Se puede comprobar con la paciencia suficiente, que el desarrollo de la serie correspondiente de los valores de C y S que constituyen su trayectoria hacia el equilibrio a partir del estado naciente S = 0 adopta la forma de una serie en potencias de Newton, lineal y convergente tal que:

$$C_t = \left(1 - \sum_{n=1}^t (-1)^n \binom{t}{n} L^n (1+G)^{n-1} \right) * F;$$

$$S_t = \left(\sum_{n=1}^t (-1)^{n-1} \binom{t}{n} L^{n-1} (1+G)^{n-1} \right) * F$$

6. TIPOS DE DINÁMICAS FINANCIERAS

Cualquier modificación de F , L o G provoca un cambio en los valores de equilibrio del crédito y la deuda, es decir, del contenido del par (C^E, S^E) . En el gráfico n.º 1, diremos que mueven el punto E y con él también toda la línea de la trayectoria que siguen los valores del crédito y la deuda hacia ese punto E . Por las necesarias relaciones trigonométricas que guarda la recta de la trayectoria con sus cortes con los ejes, así como con la abscisa y ordenada del punto medio de equilibrio E , podemos comprobar fácilmente que la pendiente de esta recta es $1/L$; así como que el producto de esta tangente $1/L$ del ángulo del triángulo rectángulo de extremos F - C^E - E multiplicado por el cateto contiguo, cuyo valor es $\frac{1}{1+G} F$, nos da en efecto el valor de S^E de la ecuación (7).

Teniendo en cuenta que la posición relativa del punto E con el punto F ha de satisfacer las relaciones trigonométricas en las que participan los valores de L y G , podemos analizar en el gráfico n.º 1 el efecto de los cambios en los valores de L , G y F sobre el punto E y, por consiguiente, sobre la posición de la trayectoria de la dinámica del crédito y la deuda.

Así, por ejemplo, los cambios en L , sólo afectan a la pendiente de la recta de trayectoria, lo que implican que el equilibrio sólo se desplazará verticalmente hacia arriba o verticalmente hacia abajo. Pero nunca a derecha o izquierda, puesto que no afecta nunca al valor de equilibrio del crédito, esto es, a la abscisa de E . Estos desplazamientos verticales del punto E están indicados en el gráfico n.º 1 por una flecha vertical hacia arri-

ba con la leyenda $\Delta L < 0 \rightarrow \Delta S^E > 0$, y por una flecha vertical hacia abajo con la leyenda $\Delta L > 0 \rightarrow \Delta S^E < 0$.

Por una razón similar, como G no afecta en nada a la pendiente de la recta de la trayectoria, variaciones en G sólo puede desplazar hacia arriba o hacia abajo respecto al equilibrio E a lo largo de la recta de trayectoria inicial que conserva intacta su pendiente $1/L$. En particular, como se indica el gráfico n.º 1 con una línea recta corta y de trazo grueso superpuesta a la trayectoria que tiene su extremo en el punto E y con cabeza que apunta en dirección noroeste, toda disminución en G desplaza hacia arriba a lo largo de la trayectoria lineal el punto E , esto es, aumenta el *stock* de equilibrio pero disminuye el del crédito. Sucediendo lo simétrico para un aumento del valor de G .

Analizaremos a continuación un tipo importante de dinámica de la deuda y del crédito y de la estructura financiera: aquella que se produce cuando hay aumentos o disminuciones en L . Y daremos una interpretación realista de los resultados del análisis.

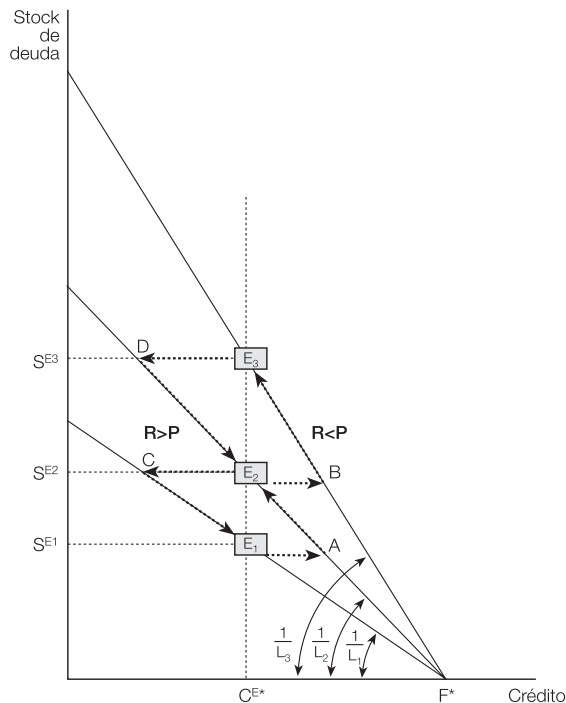
En tanto que L representa la disposición de un acreedor a transformar 1 euro de capital financiero en capital real por unidad de tiempo, podemos afirmar que cuanto más baja sea L mayor será la preferencia de los acreedores por mantener su riqueza en activos financieros. De cierto modo, esta disposición favorable por la riqueza financiera se podría considerar como una preferencia por la liquidez, esto es, por una riqueza los más parecida al dinero posible. Además sucederá también que a menor valor de L mayor será la separación entre poseedores de capital financiero y usuarios de capital real. En tal

caso el sector financiero tendrá un mayor peso dentro de la economía. El modelo no puede dar cuenta de los cambios en la composición cualitativa del *stock* de deuda, pero sí de su evolución cuantitativa.

Un caso que se analiza en el gráfico n.º 2. Donde se supone que la economía parte de una situación inicial de estabilidad financiera como la indicada por el punto E_1 , con un nivel de deuda S^1 y de crédito C^* para la financiación externa de la inversión por valor F^* . La estructura financiera de partida de la economía es,

por tanto, equilibrada. Una disminución de L , generaría un desplazamiento del equilibrio inicial en la recta vertical que pasa por el equilibrio de partida E_1 . En lo que respecta a la trayectoria que seguiría la deuda y el crédito para el tránsito de uno a otro equilibrio, de E_1 a E_2 , se observa que habría que generar un crecimiento inmediato del crédito, como el señalado por el paso del punto E_1 a A . Y posteriormente desde A se seguiría una trayectoria de corrección del primer incremento del crédito, que iría siendo sustituido por aumentos en el *stock* de deuda. La econo-

Gráfico n.º 2

Análisis de las variaciones en L 

mía en lo que respecta a la estructura de sus finanzas pasaría por una zona de fragilidad, $R < P$. La zona de fragilidad financiera, $R < P$, es la parte del plano situada a la derecha de la vertical que une todos los puntos de equilibrio E correspondiente a los distintos valores adoptados por L . Si las disminuciones en L son progresivas y continuadas, se volverá a repetir o a prolongar la trayectoria que acabamos de definir. Vemos en el gráfico n.º 2 que una disminución de L desde E_2 , en caso de que la economía pudiese alcanzar ese estado, paso de L_2 a L_3 , vuelve a llevar a la economía a la zona de fragilidad de la estructura financiera, generando crecimientos temporales de la deuda, posteriormente corregidos, pero con aumentos finalmente mayores del *stock* de deuda en comparación con los de partida.

Aumentos en los valores de L dan lugar a un proceso dinámico de ajuste de los valores del crédito y de la deuda totalmente simétricos a los descritos para las disminuciones de L . En el gráfico n.º 2, aumentos sucesivos de los valores de L a partir de L_3 , conducen a la economía del equilibrio E_3 al E_2 desde el punto D y en dirección sureste por la trayectoria de la recta correspondiente a E_2 . Y lo mismo sucede al aumentar una vez más L , de L_2 a L_1 , la economía pasaría del equilibrio E_2 al E_1 a partir del punto C y siguiendo la dirección noreste de la trayectoria que corresponde a E_1 . Todo aumento de L como vemos tiene un efecto muy positivo sobre las estructuras financieras de la economía en su proceso de ajuste y dinámica hacia los nuevos equilibrios, ya que todos los estados temporales del crédito y la deuda se sitúan en la región de estructuras robustas, $R > P$.

7. UNA APLICACIÓN DE LA TEORÍA: LA AYUDA FINANCIERA AL DESARROLLO

No pretendo abarcar todo el problema actual de las finanzas entre países avanzados y en desarrollo dada su enorme complejidad dentro de la teoría de la dinámica financiera de la deuda y de la estructura financiera de la economía. Es hartamente sabido y discutido que una teoría es una abstracción y, por tanto, simplificación de algún tramo de la realidad, y de ahí que interpretar la realidad por la teoría como algo simple pero inteligible (cosa que la realidad nunca lo es) supone siempre un esfuerzo formidable de juicio. Así y todo, es nuestra intención elaborar un discurso fundamentado en la verdad y la racionalidad de la teoría que mejore nuestro entendimiento de la cuestión de la financiación al desarrollo económico. Además servirá para manifiestar los aciertos y las debilidades de la teoría siempre y cuando el discurso obtenido aporte conocimiento nuevo sobre el tema.

Empezamos por determinar elementos de la realidad que pueden expresarse en el lenguaje de la teoría, y que son, por tanto, un objeto satisfactorio de análisis: (1) existe un grupo de acreedores y un grupo de deudores interrelacionados: los países ricos son acreedores de los pobres, y éstos son sus deudores; (2) la masa de la deuda crece continuamente y no se amortiza en las economías en desarrollo; (3) como resultado de esta fragilidad de su estructura financiera, el crédito se les retira, lo que pone fin al aumento de la inversión y, por consiguiente, genera el declive persistente de esas economías. Se explica de este modo por qué la pobreza es un círculo vicioso del que es difícil escapar.

Al ser ésta una cuestión de economía internacional, esto es, nos encontramos en un contexto de una economía formada por un conjunto de economías, debemos precisar cuál de todas ellas es la economía objeto del análisis. Pues bien, la economía de la que hablaremos es el bloque de los países en desarrollo que trataremos como la «economía deudora». Consideraremos otra economía constituida por el bloque de los países desarrollados que denominaremos como la economía acreedora. Cumpliéndose así que estas dos economías, la deudora y la acreedora, conjuntamente formarán la economía internacional. Por consiguiente, al hablar de financiación externa nos referimos a una forma de financiar la inversión realizada por la economía deudora dentro de dicha economía. La inversión de la economía deudora incluye tanto las importaciones de producciones hechas en la economía acreedora como la compra de producción propia de la economía deudora. En lo que respecta a la riqueza financiera o *stock* de deuda será también la que sea debida a la inversión en la economía deudora. Por lo que el gasto de la riqueza financiera se interpretará como compra por los acreedores de capital producido en la economía deudora.

Establecido el marco adecuado para la aplicación de la teoría al caso de la economía internacional formada por una economía acreedora y una economía deudora, pasamos a estudiar por qué la masa de deuda es más grande, crece más y la estructura financiera es frágil para la economía deudora. En la teoría, estas tres cuestiones, en verdad, hacen referencia a un mismo problema: la situación del par $(C^E \text{ y } S^E)$ en relación a un valor dado de F .

Si miramos de nuevo el gráfico n.º 1, podemos observar que, en efecto, dado F , los

valores de L y de G sitúan el par (C^E, S^E) en un punto del plano tal que en relación a F , que consideraremos el estado inicial de la deuda y el crédito de la economía deudora, no sólo determinan la trayectoria que siguen crédito y deuda desde dicho estado inicial F hasta los valores finales de equilibrio de ambas variables (C^E, S^E) , sino sobretodo la longitud que separa ambos puntos, que, como sabemos, se corresponde con el tramo de estados del crédito y la deuda para los cuales $S < S^E$, es decir, aquéllos con una estructura financiera frágil: $R < P$. Y cuanto más larga sea la longitud de este tramo de la trayectoria de situaciones de fragilidad financiera, más grande ha de ser la deuda necesaria para financiar una misma cantidad de inversión, más tiempo observaremos que la deuda crece periodo a periodo, y más larga será la travesía de la economía por situaciones de fragilidad financiera. Recordemos de qué depende la longitud de este tramo de la trayectoria de la dinámica de la economía.

Pues bien, la longitud de este tramo de la trayectoria lineal será tanto más larga en cuanto el punto (C^E, S^E) esté más lejos de F , lo que sucederá cuando: (a) dado un valor de la coordenada horizontal del equilibrio, esto es de C^E , cuanto más alto sea el valor de la coordenada vertical (cuanto más arriba verticalmente el punto de equilibrio financiero —lo que sucede cuanto más bajo sea el valor de L —; y (b) dado un valor de la pendiente de la trayectoria, cuanto más alejado esté el equilibrio de la economía en la dirección del vector marcado y con origen en F —lo que ocurre cuanto más bajo sea el valor de G —.

Por tanto, si en realidad estos dos factores L y G toman valores desfavorables para los países pobres, sucederá que el volumen total de beneficios potenciales

puestos a su disposición son escasos (nivel bajo de L) y que su capacidad de ganarse una parte de estos es baja (bajo nivel de G), es de esperar que las finanzas de estos países exijan en efecto que en equilibrio su nivel de endeudamiento sea muy elevado respecto a sus acreedores y que además el crédito que se les conceda por periodo sea muy bajo. Pero además que tengan un camino largo a través de una sucesión de estados de fragilidad financiera, es decir, que tengan problemas de pago de la deuda durante mucho tiempo. Nuestra teoría plantea la paradoja de que estos países padezcan fragilidad financiera, no por el hecho de que su nivel de deuda sea muy elevado, sino, al contrario, porque es aún demasiado bajo, es decir, demasiado bajo en relación al volumen necesario para que se pueda dar completa cuenta de sus pagos de la deuda; nivel alto de referencia que está determinado por los bajos niveles de L y de G . Lo que equivale a decir que la economía acreedora no dispone aún de riqueza financiera suficiente como para gastar una cuantía de la misma en inversiones reales y directas en la otra economía, la deudora, lo bastante alta como para que esta última pueda cumplir adecuadamente con sus pagos contractuales de la deuda.

De los dos problemas mencionados, el más primitivo, y quizás también el más importante porque incumbe directamente a la actitud de los acreedores en relación con los deudores, es el bajo valor de L . Como esta cuestión fue tratada con más detalle en la sección anterior, sólo recapitulamos y ordenaremos los principales resultados allí obtenidos:

a) el volumen total de beneficios potenciales de los cuales la economía deudora obtiene los beneficios efec-

tivos con los que amortizar la deuda lo deben generar los acreedores. Este es el resultado del gasto de su riqueza financiera en la adquisición de capital real de la economía deudora. Si entendemos esta acción como un compromiso de la economía acreedora con la economía deudora, este compromiso vendría representado por el valor de L . Cuanto más bajo sea este compromiso mayor será el endeudamiento y por consiguiente la dependencia financiera de la economía deudora de la acreedora. Más finanzas y más deuda para financiar el mismo grado de crecimiento de la producción de los países pobres.

- b) en la teoría, la estructura financiera es frágil cuando los beneficios obtenidos por los deudores son insuficientes para la amortización de la deuda. Que se corresponde con un estado transitorio del crédito y del *stock* de deuda que representamos por un punto sobre la trayectoria lineal hacia el equilibrio y a su derecha. Luego, el problema, en teoría no viene explicado por un volumen de deuda excesivo, sino por el contrario insuficiente. Encontramos aquí una explicación del por qué se da la paradoja del pago de la deuda de los países en desarrollos, que con niveles altos de deuda no logran amortizar la deuda vencida y que la trayectoria de las finanzas de esas economías las conduce a aumentar aún más la cantidad de deuda
- c) la situación se agrava si sucede que se produce una disminución progresiva de los valores de L en el tiempo.

Ante la crítica persistente de los acreedores a los deudores por su falta de pago pueden darse dos soluciones: bien el aumento de la inversión directa de capital real en esas economías o bien la disminución de la financiación y la inversión global allí realizada. De las dos soluciones propuestas, es más probable que se produzca finalmente, y hasta más lógico, aquella en la que los acreedores deciden recortar la ayuda financiera al desarrollo, esto es, disminuir la financiación externa disponible para esa economía. En el gráfico n.º 3, se representa una dinámica de la deuda de los países en desarrollo correspondiente a un empeoramiento en las condiciones de su estructura financiera que exige al final la aplicación de un recorte en el valor de la financiación externa. Dado el valor inicial F^1 de la financiación externa de la inversión de los países en desarrollo, el punto E_1 indica la deuda y el crédito que cumple las condiciones de equilibrio de la estructura financiera, esto es, que para esa cantidad de deuda S^{E_1} (o mayor) los deudores pueden amortizar la deuda vencida, $R = P$. Si la economía deudora se encuentra en algún estado representado por un punto a la derecha de E_1 , tramo discontinuo de la trayectoria lineal entre F^1 y E_1 , la riqueza financiera de los acreedores, dados los valores de L y G , será insuficiente para asegurar el cumplimiento del pago contractual la deuda. Por tanto sucederá que dicha economía tiene una estructura financiera frágil, $R < P$.

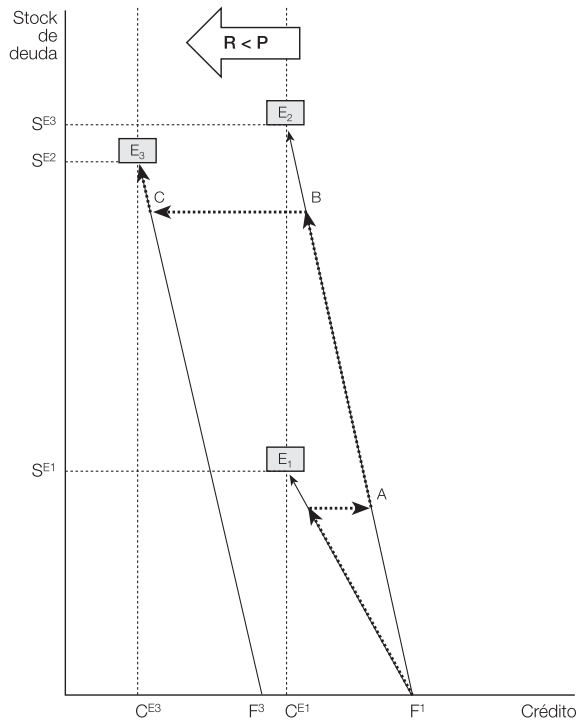
Toda disminución de L aumenta el volumen de deuda necesario para el equilibrio de las finanzas, y prolonga el tiempo de permanencia de la economía por estados financieros frágiles. Por ejemplo, en el gráfico n.º 3, desplaza hacia arriba en la vertical el valor de equilibrio del *stock* de deu-

da, de E_1 a E_2 . Si cuando el país tiene aún dificultades para devolver el principal de la deuda se produce el empeoramiento del comportamiento inversor del país acreedor en el país deudor, esta disminución de L desplaza toda la trayectoria dinámica hacia la derecha, con un nueva situación inicial en el punto A. El sentido económico de este valor bajo de L y de su cambio nos es conocido. Porque A no sólo se encuentra más abajo de E_1 , sino que relativamente se encuentra mucho más abajo del nuevo equilibrio de referencia E_2 . Lo que significa que la economía en desarrollo no sólo sigue una trayectoria por la región de fragilidad financiera y con un mayor endeudamiento final, sino que los problemas del pago de la deuda se han agravado. Sin que se pueda alcanzar en breve plazo de tiempo una situación de estabilidad financiera, en la que pueda cumplir con la amortización de la deuda.

En lo que respecta a la reducción de la ayuda al desarrollo, vemos lo que sucede si F baja su valor de F^1 a F^3 . La consecuencia del menor valor de la financiación externa F^3 , como vemos, es el establecimiento de un nuevo equilibrio hacia donde convergen las trayectorias de la deuda y del crédito, el E_3 , el cual implica un menor endeudamiento final de esta economía. Situación que es coherente con el propósito de reducir los niveles de endeudamiento de las mismas. Pero en el tránsito del punto B al C se daría una disminución brusca del crédito, que posteriormente se iría corrigiendo, al tiempo que aumentase el nivel de deuda. Observamos que aún queda un periodo de ajuste financiero de la economía deudora en el cual siguen los problemas de amortización de la deuda.

Gráfico n.º 3

Un tipo de dinámica de la deuda de un país en desarrollo



8. CONCLUSIONES

La teoría de la dinámica financiera establece los valores de equilibrio de la deuda y el crédito como función del volumen de financiación externa de la inversión (F), de la propensión de los acreedores a invertir en capital real financiando dicha compra con su riqueza financiera (L) y de la capacidad de ganar un beneficio del beneficio potencial de la economía por parte de los deudores que poseen y usan el *stock* de capital productivo de la economía (G).

El equilibrio de la deuda y del crédito implica, a su vez, la estabilidad de la estructura financiera de la economía. Entendiendo por estructura financiera la relación entre los pagos debidos a la amortización de la deuda (P) y los ingresos ordinarios procedentes de los beneficios que los cubre (R) a lo largo del tiempo. La estabilidad de dicha estructura se da por tanto cuando los pagos de la deuda y beneficios que la cubren coinciden ($R = P$). Todo estado de las finanzas fuera del equilibrio genera movimientos hacia él, trayectorias de la deuda y el crédito, que se corres-

ponden con dos posibles estados de la estructura financiera, la robusta cuando se generan más beneficios en los deudores que sus compromisos de amortización de la deuda ($R > P$) y el frágil cuando los beneficios son insuficientes ($R < P$).

Para cualquier equilibrio financiero de la economía, disminuciones de la disponibilidad de los acreedores a gastar su riqueza en capital productivo, disminuciones en L , alejan a la economía de su trayectoria al equilibrio (en el análisis gráfico presentado la desplaza a la derecha) y aumenta la fragilidad de la estructura financiera de la economía. Esto sucede por el cambio en la posición de equilibrio del crédito y de la deuda que tal cambio provoca. En concreto, aumenta los niveles de *stock* de deuda, pero no tendrá consecuencias sobre el crédito (C), las adiciones que en cada momento habrá al *stock* heredado. Por tanto, no hay más financiación externa del dinero al capital

por ello; y, por tanto, no afecta al volumen de los pagos contractuales.

El efecto sobre el equilibrio financiero de cambios en la financiación externa de la inversión es directo, en el sentido de que si disminuye también lo harán los valores de la deuda y del crédito de equilibrio. Pero lo que suceda con las trayectorias de la economía, y, por tanto, con la estructura financiera dependerá del momento en que ese cambio se produzca. Por último, toda disminución de la capacidad de ganar un beneficio del potencial por parte de los deudores aumenta el nivel global de deuda de la economía y disminuye las necesidades del crédito. Pero agrava la fragilidad de la estructura financiera de la economía. Esto es, se incrementa el tiempo que tarda la economía en llegar desde una situación donde los beneficios de los deudores son insuficientes para el pago de la deuda hasta el estado de equilibrio de su estructura financiera.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- FOUCAULT, Michael (1966): *Les mots et les choses*. Éditions Gallimard, París. [traducción: *Las palabras y las cosas*. Siglo XXI, México].
- GATTI, Domenico Delli and Mauro GALLEGATI. (1990): «Financial Instability, Income Distribution and the Stock Market», *Journal of Postkeynesian Economics*, 12: 356-374.
- GURLEY, J.G. and SHAW E. (1960): *Money in a Theory of Finance*. Brookings Institution, Washington, D.C.
- INNES, M.(1913): «What is Money?», *The Banking Law Journal*, pp. 377-408.
- KALECKI, M. (1954): *Theory of Economic Dynamics*. Cambridge: Cambridge University Press, 1954.
- KALECKI, M. (1971): *Selected Essays on the Dynamics of the Capitalist Economy*. Cambridge: Cambridge University Press.
- KEEN, S. (2000): «The Nonlinear Economics of Debt Deflation», en Barnett, William A. (eds.), *Commerce, Complexity and Evolution: topics in economics, finance, marketing, and management*. Cambridge University Press, Cambridge, pp. 83-110.
- LEVY, S. Jay and LEVY, David A. (1983): *Profits and the Future of the American Economy*. New York: Harper and Row.
- LLOYD (1966): *Polarity and Analogy. Two types of argumentation in early greek thought*. Cambridge University Press, Cambridge.
- MINSKY, H. P. (1957): «Monetary Systems and Accelerator Models», *American Economic Review* XLVII (6), pp. 859-83.
- MINSKY, H. P. (1964): «Financial Crisis, Financial Systems and the Performance of the Economy», en *Private Capital Markets* [Prepared for the Commission on Money and Credit Research Study], Prentice Hall Englewood Cliffs, New Jersey, pp. 173-380.
- POLANYI, Karl (1957): *The Great Transformation*. Beacon Press, Beacon Hill, Boston.
- SCHUMPETER (1954): *History of Economic Analysis*. Oxford University Press, Oxford. [traducción: *Historia del Análisis Económico*: Ariel, Barcelona].
- TAYLOR, L. (1985): «A Minsky Crisis», *Quarterly Journal of Economics*, C (supplement), pp. 871-885.