

---

## La singularidad de la demanda de activos financieros

Herminia Aznarte Moya y Juan José Torres Gutiérrez

**Resumen:** Los activos financieros son los instrumentos que utilizan los agentes económicos para trasladar el ahorro presente (la parte del ingreso corriente que no se consume) hasta el futuro, para su consumo posterior. Desde ese punto de vista, el artículo analiza la demanda de activos financieros desde la perspectiva de la teoría keynesiana.

**Palabras clave:** demanda de activos; preferencia por la liquidez; tipo de interés; activos monetarios; trampa de la liquidez; tipos de interés negativos.

**Códigos JEL:** E12; E41; E43; G11.

La demanda de activos financieros hay que ubicarla conceptualmente en el contexto de la optimización intertemporal de la utilidad del consumidor. Ahorro y consumo son las dos caras de la misma moneda. La parte de la renta disponible que no se consume se ahorra. Pero en la teoría del consumidor, los consumidores sólo obtienen utilidad (satisfacción) consumiendo bienes y servicios, bien en el momento presente, bien en el futuro. Son precisamente los activos financieros los instrumentos empleados para trasladar el ahorro presente al consumo futuro, de la misma manera que el crédito traslada ahorro futuro a consumo presente. Incluso la acumulación patrimonial se interpretaría como un traspaso intertemporal e intergeneracional entre consumo y ahorro, ya que el ahorro presente se trasladaría a consumo futuro de las siguientes generaciones.

En la Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero (Keynes, 1936), ahorro e inversión productiva, como agregados macroeconómicos, suponen una igualdad básica, pero, sin embargo, a escala individual, invertir no es en absoluto, equivalente a demandar activos. La inversión se corresponde exclusivamente con la actividad productiva de la formación bruta de capital. El ahorrador, sin embargo, toma una doble decisión qué parte del ingreso corriente se consume y qué parte se ahorra (propensión marginal a consumir versus propensión marginal a ahorrar) y, en segundo lugar, «en qué forma conservará el poder adquisitivo de consumo futuro que ha reservado»<sup>1</sup>, en dinero o equivalentes (depósitos bancarios a corto

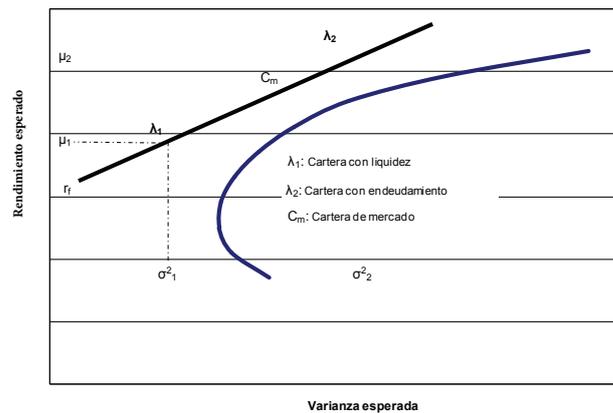
<sup>1</sup> Keynes, J. M.: Teoría general del interés, la ocupación y el dinero, edición en español, 1981, Fondo de Cultura Económica, cap. 13, apartado II, pág. 151.

plazo) o en activos financieros. El tipo de interés aquí no se determina en el mercado de capitales para equilibrar la oferta y demanda de financiación, como sostenían los economistas clásicos y neoclásicos, sino que el tipo de interés equilibra la preferencia por la liquidez de los consumidores con la demanda de activos financieros no líquidos. En definitiva, el tipo de interés no es visto como la «recompensa por la espera» en el consumo (por el ahorro), sino «la recompensa por no atesorar» efectivo y demandar activos financieros. Sin embargo, para esto, Keynes se refiere sólo a los activos de renta fija, a la deuda. Los activos de renta variable no cuentan con esa función de ahorro, sino que son vistos con fines especulativos. Aunque Keynes valora la liquidez que los mercados bursátiles aportan a los activos financieros, no puede evitar preocuparse «cuando el desarrollo del capital de un país se convierte en subproducto de las actividades propias de un casino»<sup>2</sup>.

Será Tobin (1958), quien revisando la teoría keynesiana de las preferencias por la liquidez, plantea un modelo basado, como el de selección de carteras óptimas media-varianza de Markowitz (1952), en la toma de decisiones de los inversores bajo incertidumbre. Tobin integra en su modelo, tanto los activos monetarios como los activos financieros con riesgo, sin distinguir si esos activos son de renta fija o de renta variable. La demanda de dinero y, en general, de activos monetarios es considerada como parte integrante de la demanda de activos financieros. El rendimiento esperado, en términos de esperanza matemática, y el riesgo, medido por la varianza o desviación estándar de la

<sup>2</sup> Ibid, cap. 12, apartado VI, pág. 145.

Gráfico 1: Teorema de separación en dos fondos



Fuente: Elaboración propia.

distribución de rendimientos, serán los dos parámetros a tener en cuenta en la demanda de activos financieros.

La conclusión del modelo de Tobin, conocido como «Teorema de separación en dos fondos», pronostica que los inversores distribuirán su cartera total entre dos fondos: un fondo de activos monetarios sin riesgo, cuya rentabilidad será precisamente el tipo de interés del dinero o tipo de interés sin riesgo, y un segundo fondo de activos con riesgo, una cartera diversificada, óptima en el sentido de Markowitz, que minimiza el riesgo para una rentabilidad dada. La cartera total de cualquier inversor sería, por tanto, una combinación lineal de activos monetarios y de una cartera óptima de activos con riesgo, cuya representación gráfica se conoce como la Línea del Mercado de Capitales (LMC), y explica la existencia tanto de carteras con liquidez como de carteras apalancadas con endeudamiento (gráfico 1).

La LMC depende, no sólo del tipo de interés libre de riesgo, sino también de las condiciones de riesgo y rentabilidad esperados en los mercados de capitales. La demanda individual de activos monetarios y de activos financieros, dada la LMC, dependerá de la aversión al riesgo de cada inversor. Cuanto mayor sea su aversión al riesgo, mayor será el porcentaje de activos monetarios en su cartera total y menor el porcentaje de activos con riesgo. Cuanto menor su aversión al riesgo, menor el porcentaje de activos monetarios, pudiendo llegar a ser negativo, lo que supondría endeudarse para invertir en activos con riesgo en una cartera apalancada.

Para Keynes, la liquidez o el apalancamiento de las carteras vendrían explicados por el motivo

especulativo de la preferencia por la liquidez, de manera que «quien crea que las tasas futuras de interés estarán por encima de las supuestas por el mercado, tiene motivo para conservar dinero líquido», asimismo, en sentido opuesto, quien piense que los tipos de interés futuros estarán por debajo que los supuestos por el mercado «tendrá motivo para pedir dinero prestado a corto plazo con el fin de comprar deudas a plazo más largo»<sup>3</sup>. De la misma manera, con una nota a pie de página, indicaba que «si un individuo creyera que el rendimiento probable de las inversiones sería inferior al previsto por el mercado» tendría incentivo a guardar efectivo o invertirlo en deuda (renta fija), siendo ésta última preferible, al tener mayor rentabilidad, a no ser que también pensara que los tipos de interés serían más altos que los esperados por el mercado.

El modelo de Tobin viene a confirmar lo apuntado por Keynes: si las previsiones de los mercados de capitales son bajas, los inversores mantendrán todas sus carteras en liquidez, por muy bajo que sea el tipo de interés libre de riesgo, que se supone siempre positivo. Estaríamos ante un caso particular de la «trampa de la liquidez», la que afecta directamente a la demanda de activos financieros.

Se conoce como «trampa de la liquidez» aquella situación macroeconómica en la que los tipos de interés son tan bajos, tan cercanos a cero que la política monetaria no es efectiva, de manera que nuevas bajadas en los tipos de interés de intervención por los bancos centrales o el incremento de la liquidez del sistema bancario no consiguen aumentar la inversión, el consumo ni la demanda de activos financieros, sino que sólo se incrementa

<sup>3</sup> Ibid., cap. 13, apartado II, pág. 154.

Gráfico 2: La trampa de la liquidez en la zona Euro: 1999-2012



Fuente: Bloomberg y elaboración propia.

la liquidez. En la parte que nos afecta, estaríamos ante una trampa de liquidez cuando los inversores no respondan incrementando la parte de riesgo de sus carteras a una bajada de tipos de interés o una inyección de liquidez por parte de las autoridades monetarias. Si los tipos de interés estuvieran cercanos a cero, los inversores sólo podrían esperar que en un futuro más o menos cercano suban, lo que provocaría pérdidas en la renta fija y, posiblemente, también en la renta variable, por lo que optarán por mantener sus posiciones líquidas, en activos sin riesgo.

Krugman (2000) insiste en que tanto en Japón, desde la década de los 90, como, durante la crisis actual, en las economías desarrolladas (Estados Unidos, Reino Unido y la Eurozona) el escenario puede calificarse como de «trampa de la liquidez». «En una trampa de la liquidez la política monetaria no funciona porque los mercados esperan que el banco central revierta tan pronto como sea posible a la práctica normal de estabilización de precios; para hacerla efectiva, el banco central debe prometer creíblemente que es irresponsable, manteniendo su expansión después que la recesión haya pasado»<sup>4</sup> (Krugman, 2000).

En realidad, ni siquiera ha resistido a la actual crisis financiera el supuesto básico asumido por todos los economistas desde los clásicos, de que el tipo de interés nominal no podía ser negativo. Ya se consideraba una distorsión en los modelos de demanda de activos el hecho de que los tipos de interés reales (tipos nominales menos la tasa de inflación) fueran negativos, pero desde febrero de 2012 se han observado algunas subastas de deuda pública alemana a tipos de interés negativos (gráfico 2): los ahorradores están dispuestos a perder parte de su dinero a cambio de la seguridad.

<sup>4</sup> Traducido del inglés por los autores de este artículo.

¿Cómo afectará esto a los modelos de demanda de activos? Un estudio de Goldman Sachs, citado por Krugman (2010), estima que si no existiera ese límite inferior de los tipos de interés, el tipo de referencia de la Reserva Federal, conocido como Fed funds rate, estaría actualmente en el «menos cinco» por ciento (-5 por ciento), y que, para conseguir el mismo efecto, la Reserva Federal (Fed) tendría que expandir su balance hasta 10 billones (europeos, en el texto original se habla de trillones) de dólares, desde los 2,5 billones, aproximadamente, en esa misma fecha.

#### Referencias bibliográficas:

KEYNES, J.M. (1936): *The General Theory of Employment, Interest and Money*. Macmillan Cambridge University Press, for Royal Economic Society. (Se puede consultar una edición en español): *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*. Fondo de Cultura Económica España, Madrid, 1981.

KRUGMAN, P. (2000): «Thinking about the Liquidity Trap», *Journal of the Japanese and International Economies*, vol. 14, n.º 4, págs. 221-237.

KRUGMAN, P. (2000): «How Much Of The World Is In a Liquidity Trap?». *The Conscience of a Liberal*. The New York Times, 17 de marzo, 2010.

MARKOWITZ, H. (1952): «Portfolio selection», *Journal of Finance*, 7, págs. 77-91. (Se puede consultar una versión en español: «Selección de carteras», Cuadernos del ICE, enero 1991, págs. 11-19).

TOBIN, J. (1958): «Liquidity preference as behaviour towards risk», *Review of Economic Studies*, Febrero, págs. 65-86.