

LA CONTRARREVOLUCION MONETARISTA EN LA ACTUALIDAD(*)

James Tobin

En la conocida Nota Final de la *Teoría General*, Keynes plantea la cuestión del enorme poder que tienen «las ideas de los grandes economistas y filósofos, tanto si son correctas como equivocadas», para señalar a continuación cómo «los profesionales», «los funcionarios y los políticos, e incluso los activistas revolucionarios», son «esclavos inconscientes de algún gran economista ya fallecido», o incluso «de algún vulgar tratadista anterior a ellos». Además, Keynes sostenía con razón que «la penetración gradual de las ideas» «no se produce inmediatamente», sino sólo tras un «intervalo de tiempo más o menos dilatado». Es evidente que todas estas afirmaciones se han cumplido proféticamente en el caso de sus propias teorías. Otro ejemplo que confirma esta tesis lo constituye la alternativa monetarista al Keynesianismo. Sin embargo, en este caso, se ha producido una fuerte aceleración en el proceso de transmisión de las ideas al mundo de lo real, debido al insaciable apetito de los medios de comunicación por todo aquello que signifique novedad, que asegura un auditorio a las revoluciones intelectuales expresadas en lenguaje inteligible y familiar. Por ello, la influencia de las ideas de los economistas monetaristas sobre los gobiernos es tan inmediata que se produce en vida de aquéllos.

Otro gigante de la generación pasada, Joseph Schumpeter, sostenía que la economía es un compuesto inevitable de «ciencia e ideología» (1). Las observaciones y los intereses que motivan nuestro trabajo como economistas están guiados por una «visión o intuición» inherentemente ideológica. Pero, aunque sea imposible depurar al trabajo científico individual del sesgo ideológico que le confiere esa actitud inicial, Schumpeter creía con optimismo que, a través del intercambio colectivo de ideas científicas, se van decantando gradualmente las verdades permanentes, quedando así depuradas de sus componentes ideológicos. Este ilustre autor concluía señalando lo siguiente: «El acto cognoscitivo precientífico, que es la fuente de las ideologías, es un requisito previo del trabajo científico», sin el cual no es posible que aparezca dentro de una ciencia

una nueva tendencia. Merced al mismo, los científicos pueden renovar el material de trabajo que les permite formular y defender nuevas ideas, o rebatir las antiguas, de forma que el acervo de hechos e instrumentos crece y se rejuvenece. Por ello, aunque el pensamiento científico avance lentamente a causa del problema de las ideologías, si no existieran éstas permanecería estancado. Teniendo en cuenta que las palabras de Schumpeter toman a Smith, Marx y Keynes como ejemplos, espero que se comprenda que cuando afirmo que el monetarismo es a la vez ciencia e ideología, no pretendo señalar nada peyorativo.

Este aspecto fue subrayado con su característica elocuencia y percepción por Harry Johnson en su Conferencia Ely ante la American Economic Association (2) hace diez años. En su opinión, la revolución keynesiana y la contrarrevolución monetarista tienen en común algunas de las condiciones esenciales para que tenga éxito una teoría revolucionaria: una ortodoxia vulnerable a la que poder atacar y culpar de los reveses económicos y fracasos políticos contemporáneos; unas conclusiones nuevas y socialmente significativas obtenidas por medio de técnicas respetables profesionalmente; un enfoque dirigido hacia el gran problema económico de la época; un atractivo intelectual y metodológico para los científicos jóvenes, y una gran abundancia de material empírico para satisfacer a los periodistas. Puesto que las formas en que estas condiciones se han materializado en los dos casos son bien conocidas, no voy a repetir ni a actualizar las observaciones de Johnson.

La predicción de Johnson, realizada en 1970, de que el monetarismo «se extinguirá» (empleando los mismos términos con que Schumpeter juzgaba en 1948 el Keynesianismo) fue, en el mejor de los casos, prematura. Resulta interesante ver con la perspectiva de hoy los motivos que le llevaron a tal aseveración. El primero es que la inflación, siendo el gran mal para los monetaristas, «era un problema mucho menos grave que el del desempleo masivo», que es el gran

mal para la ideología keynesiana. Sin embargo, en este tema, la opinión tanto profesional como profana imperante durante la década de 1970 no ha dado un veredicto definitivo.

La segunda razón argumentada por Johnson es «que el monetarismo supone un enfoque inadecuado de la teoría monetaria, en función de los criterios reinantes de la economía académica, por lo que, con objeto de mejorar sus armas intelectuales y conseguir la plena respetabilidad científica, tendrá que llegar irreparablemente a un compromiso con su oposición keynesiana». Su sentencia contenía dos acusaciones concretas. Una era «la renuncia de la teoría neocuantitativa del dinero a proporcionar una teoría sobre la determinación de los precios y de la producción», es decir, «que analice la respuesta de la oferta de la economía ante los impulsos monetarios...», en el caso de que los cambios monetarios afecten a los precios o a las cantidades». La segunda crítica era «la confianza en la metodología de la economía positiva», esto es, la utilización de simples correlaciones estadísticas en su forma reducida, que no contradicen la teoría, pero que no especifican los mecanismos estructurales que hayan podido producirlas. Johnson sostenía que para mantener la respetabilidad académica y, por lo tanto, la consiguiente influencia pública, los monetaristas tendrían que responder a grandes y difíciles cuestiones teóricas y prácticas, y que en este proceso irían perdiendo su clara diferenciación tanto respecto de los keynesianos, como de los que adoptan actitudes más eclécticas.

Sin embargo, los fallos detectados por Johnson no han resultado todavía fatalmente decisivos, y aunque los problemas continúan sin resolverse, en cierto modo han llegado a convertirse en una virtud. En los diez últimos años de vigencia del monetarismo, en lugar de ser absorbido en forma de síntesis confusa, ha sido éste el que ha desplazado el centro de gravedad del pensamiento económico hacia sus posiciones y su metodología. Esto ha sido debido fundamentalmente a la segunda oleada monetarista, es decir, a una segunda contrarrevolución que ha tomado nueva vida de la primera, constituyendo un movimiento a la vez más reaccionario y más revolucionario que su antecesor. A esta nueva macroeconomía clásica volveré a referirme más adelante, ya que, como se trata de un desarrollo académico e intelectual, quiero antes revisar los triunfos y pretensiones del monetarismo en el terreno público, acontecidos desde la conferencia de Harry Johnson.

I. EL MONETARISMO Y LA POLITICA ECONOMICA EN LA DECADA DE LOS SETENTA

Teniendo en cuenta que los Bancos Centrales necesitan disponer de una ortodoxia con la que defenderse de las presiones de los gobiernos y de los parlamentos, no resulta sorprendente la buena aceptación con que recibieron al monetarismo. Al haber desaparecido hace mucho tiempo el patrón oro, y estando Bretton Woods moribundo, el objetivo de la cantidad de dinero —cuya legitimidad y necesidad quedaban probadas científicamente— se convirtió en la forma de mantener una disciplina.

En los Estados Unidos, la Reserva Federal comenzó en 1970 a formular sus políticas en tales términos. Los comités financieros de las dos Cámaras del Congreso, influidos por sus *staffs* monetaristas, insistieron en fijar objetivos para los agregados monetarios. Estos comités examinan trimestralmente la gestión del Presidente de la Reserva Federal, y le califican según su actuación. Paralelamente, otros comités se enfrentan, junto a los asesores del Presidente, con el presupuesto. Estas dos operaciones son independientes, ateniéndose a lo que marcan las premisas monetaristas. De este modo, se olvida que la política monetaria debería ser diferente según sean los presupuestos, y que las políticas fiscal y monetaria deberían estar coordinadas para alcanzar objetivos macroeconómicos comunes.

¿Cuáles han sido los resultados del nuevo enfoque monetarista respecto de la política de manipulación de la demanda en los Estados Unidos? Siguiendo la metodología de la economía positiva aludida por Johnson, podemos probar la tarta comiéndonosla. Como todos sabemos, los resultados reales han sido por término medio menos satisfactorios que en las dos décadas anteriores, y menos estables que en la década de 1960. La inflación se ha acelerado y su varianza también ha aumentado. Después de un decenio sin recesión, hemos sufrido tres de ellas en los últimos diez años, incluyendo la que estamos viviendo en estos momentos, y las dos últimas son las más graves de la historia de la posguerra. Las tres recesiones fueron actos políticos deliberados, especialmente en su vertiente monetaria. Como puede verse en el cuadro n.º 1, si bien ha habido mucha más estabilidad en las tasas de crecimiento monetario en la década de los setenta, hubo mucha menos en las macromagnitudes que son realmente importantes. La década de los años sesenta, con una política beligerante, resultó mejor que lo ocurrido en los años anteriores o posteriores (3).

CUADRO N.º 1

**AGREGADOS MONETARIOS Y MAGNITUDES DE LA PERFORMANCE MACROECONOMICA
DE LOS EE. UU. 1951-1979**

| <i>MEDIAS Y DESVIACIONES STANDARD PARA LOS PERIODOS SELECCIONADOS</i> | | | | | | |
|---|----------------------|-----------------------|---|--|--|------|
| <i>Cambios trimestrales de series ajustadas temporalmente</i> | | | | | | |
| <i>- Tasas anuales -</i> | | | | | | |
| <i>Agregados monetarios</i> | | | <i>Resultados macroeconómicos</i> | | | |
| <i>Base</i> | <i>M₁</i> | <i>M₁B</i> | <i>PNB real</i> <i>(dólares</i> <i>de 1972)</i> | <i>PNB</i> <i>deflactor</i> <i>precios</i> | <i>Tasa trimestral</i> <i>de desempleo.</i> <i>Porcentaje sobre</i> <i>población activa</i> | |
| <i>Medias</i> | | | | | | |
| (1) 1.º trim. 1951 a 4.º trim. 1960 | 1,71 | 2,20 | m.a. | 2,81 | 2,24 | 4,55 |
| (2) 1.º trim. 1961 a 4.º trim. 1969 | 5,10 | 4,14 | 4,10 | 4,32 | 2,79 | 4,69 |
| (3) 1.º trim. 1970 a 4.º trim. 1979 | 7,97 | 6,06 | 6,40 | 2,94 | 6,63 | 6,19 |
| (4) 1.º trim. 1951 a 4.º trim. 1979 | 4,92 | 4,13 | m.a. | 3,33 | 3,92 | 5,16 |
| <i>Desviaciones standard</i> | | | | | | |
| (5) 1.º trim. 1951 a 4.º trim. 1960 | 1,80 | 2,27 | m.a. | 4,76 | 2,32 | 1,28 |
| (6) 1.º trim. 1961 a 4.º trim. 1969 | 1,66 | 2,40 | 2,42 | 2,57 | 1,68 | 1,09 |
| (7) 1.º trim. 1970 a 4.º trim. 1979 | 1,36 | 2,31 | 2,14 | 4,50 | 2,35 | 1,17 |
| (8) 1.º trim. 1951 a 4.º trim. 1979 | 3,07 | 2,82 | m.a. | 4,13 | 2,91 | 1,40 |
| sobre medias globales (fila 4) | | | | | | |
| (9) 1.º trim. 1951 a 4.º trim. 1979 | 1,62 | 2,33 | m.a. | 4,11 | 2,15 | 1,19 |
| sobre medias de la década (filas 1-3) | | | | | | |

Nota: El primer trimestre de 1961 y el primer trimestre de 1970 se han elegido como comienzos de periodos con políticas macroeconómicas claramente diferenciadas.

Naturalmente, los monetaristas se quejan de que los jugadores no han seguido fielmente el plan de su entrenador. Lo cual es cierto, y completamente normal. Tampoco Lyndon Johnson siguió la táctica de sus entrenadores keynesianos cuando se intensificó en 1966 la guerra del Vietnam, sin que por ello se elevaran los impuestos, y sin embargo «la Nueva Economía» de entonces no se ha escapado de la responsabilidad de la inflación resultante. Por otra parte, la Reserva Federal no ha sido completamente monetarista desde su conversión en 1970, sino que estableció sus objetivos de crecimiento monetario a corto plazo teniendo en cuenta las variables económicas interiores e internacionales, reales y proyectadas, y tampoco abandonó completamente su vieja estrategia de «ir en la dirección del viento», pero sin demasiada fuerza.

La imperfecta puntería de la Reserva Federal no pudo impedir que las fuertes oscilaciones en la demanda de dinero y de crédito incidieran sobre la oferta monetaria. Algunas veces fueron impactos del tipo «IS», cuya acomodación intensi-

ficó el auge o la recesión. Otras veces fueron del tipo «LM» los que, según el paradigma de William Poole (4), tenían que ser compensados. Según los mismos principios, las respuestas correctoras de la Reserva Federal a sus errores de puntería unas veces fueron estabilizadoras y otras veces no. Al carecer en su mesa de operaciones de palancas marcadas con los símbolos M₁ o M₂, la Reserva Federal tuvo que controlar estas magnitudes de forma indirecta, operando mediante una tercera variable sobre la que tuviera un control efectivo. Hasta hace poco, esa variable era el tipo de interés día-a-día de mercado en los préstamos interbancarios, es decir, los llamados «fondos federales». Todos los meses, o incluso con más frecuencia, el Comité Federal para las Operaciones en el Mercado Abierto reconsideraba el tipo marcado como objetivo, y lo elevaba o rebajaba según lo considerase necesario para hacer volver la cantidad de dinero a la senda deseada, o para mantenerla dentro de ella.

Los monetaristas censuraban este procedimiento de fijar los tipos nominales de interés por

considerar que permite excesivas oscilaciones en la oferta de dinero. Para ellos, el Comité Federal del Mercado Abierto ajustaba el tipo de interés de los fondos federales demasiado poco y demasiado tarde. En octubre de 1979, la Reserva Federal cedió ante estas críticas, anunciando que desde aquel momento sus operaciones a una semana estarían guiadas por la fijación de objetivos cuantitativos en las reservas bancarias, con bandas amplias y ajustables en el tipo de interés. Lamentablemente, la relación a corto plazo entre M y MV respecto de las reservas bancarias no es más estrecha que su relación con el tipo de los fondos federales, como ilustraron los acontecimientos posteriores.

En el verano de 1980, se pusieron de relieve mayores dificultades básicas de índole práctica para aplicar un monetarismo estricto en el Banco Central norteamericano. La demanda de nuevos créditos bancarios había bajado, y los objetivos de crecimiento monetario de la Reserva Federal parecían inalcanzables, de no aplicarse tipos a corto plazo tan bajos que el dólar volvería a caer en picado. Aparentemente, esta consideración pragmática prevaleció sobre la fiel persecución de los objetivos marcados.

Aunque no eran puramente monetaristas, las políticas de manipulación de la demanda aplicadas en la década de 1970 habían estado cada vez más influidas por los principios y las críticas monetaristas. Los resultados reales no fueron buenos, pero podrían haber sido peores si las autoridades hubieran seguido unas políticas menos compensatorias o acomodantes. Aunque los años de la década de los setenta fueron duros para cualquier tipo de política que operase sobre la demanda, no es aceptable que los monetaristas traten de desviar la responsabilidad hacia el legado inflacionista de la década de los sesenta, o a la OPEP, o a las políticas fiscales. Sus propias doctrinas, al subrayar una marcada dicotomía entre las sacudidas reales y las monetarias, entre los precios relativos y los absolutos, y entre las tendencias pasadas y las expectativas futuras, descalifican como vulgares falacias estas explicaciones populares de la inflación y la estanflación.

A pesar de su decepcionante historial, todavía no ha disminuido apreciablemente el atractivo que tiene el monetarismo para los Bancos Centrales, los gobiernos o los ciudadanos influyentes. Esta doctrina ha sido capaz de sobrevivir a los recientes reveses económicos mucho mejor de como lo hizo ante sus fracasos la llamada Nueva Economía de los primeros años sesenta, la cual, correcta o incorrectamente, fue considerada culpable a finales de aquel decenio. Se si-

que manteniendo que las penalidades actuales son debidas a la vieja ortodoxia, y que por ello son una nueva prueba de sus errores y peligros. Al parecer, el monetarismo incluso se robustece con sus malos resultados. Además, la inevitable elasticidad cíclica a corto plazo de la oferta monetaria es un pretexto para aquellos monetaristas que no tienen la responsabilidad de dirigir un Banco Central. Después de haber definido la política mediante variables estocásticas endógenas en lugar de hacerlo con instrumentos operativos controlables, los críticos monetaristas pueden siempre quejarse de que «la política» ha sido demasiado inestable y acomodaticia. Las desviaciones voluntarias, anteriormente señaladas, en que incurren los Bancos Centrales en su práctica diaria fortalecen tales críticas.

Sin embargo, empieza a haber signos de que esta luna de miel está tocando a su fin. La redefinición de agregados monetarios para ponerse a la altura de las innovaciones y cambios financieros, la persistencia de las oscilaciones endógenas en los agregados, incluso después de que las autoridades abandonaran la estabilización transitoria de los tipos de interés día-a-día, y los recientes cambios en otros tipos de interés, suscitan preguntas críticas incluso dentro de aquellos grupos financieros más naturalmente leales al Banco central. Como hizo notar Johnson, las respuestas intelectuales y operativas a esas cuestiones están destinadas a perjudicar la atrayente sencillez de la doctrina y política monetaria.

II. EL MONETARISMO COMO IDEOLOGIA CONSERVADORA

En el marco de los debates públicos de carácter económico o político, el monetarismo se ha convertido en la parte fundamental de la ideología conservadora, al estilo liberal decimonónico, pudiéndose resumir el resto de sus componentes principales como meras oposiciones al gobierno: contra la reglamentación pública de las actividades económicas, respecto a las redistribuciones de la renta y de la riqueza, frente al consumo e inversión colectivos, y a los déficit presupuestarios. El tema más positivo de la ideología de derechas contemporánea es «la economía de la oferta», que insiste en las reducciones tributarias y en la supresión de la reglamentación como incentivos para el trabajo, el ahorro o la empresa y, en definitiva, para alcanzar una mayor eficiencia en el sistema.

Las conexiones del monetarismo de los años sesenta con sus fuentes ideológicas se mantienen oscuras. Su vínculo de unión no era tanto lógico como personal, la propia persona de Milton Fried-

man, el poderoso y convincente protagonista de las principales ideas. En principio, un monetarista podía ser partidario de un gobierno grande y activo, y defender las intervenciones públicas para corregir los fallos del mercado, o —como el precursor de Friedman, Henry Simons, de Chicago— exigir la redistribución por medio de la tributación progresiva.

El monetarismo proporciona una base con que apoyar la advertencia conservadora tradicional y siempre popular de que el gasto deficitario es inflacionista. La doctrina monetarista sostiene que el déficit aumenta el gasto nacional nominal solamente cuando conduce a incrementos en la oferta monetaria. Pero si bien en los países con sistemas financieros subdesarrollados la impresión de billetes puede ser la única forma posible de financiar el déficit, en países como Estados Unidos y Gran Bretaña aquella relación es una simple elección política, y no una necesidad técnica. El argumento de que las fuerzas de presión política obligan al Banco central a monetizar el déficit tiene una base empírica dudosa, especialmente en los últimos años, aunque puede observarse alguna correlación no causal entre el crecimiento de la base monetaria y el déficit cuando ambos se mueven anticíclicamente, el dinero por razones políticas y el déficit endógenamente.

Los monetaristas frecuentemente acusan al gasto deficitario de provocar un efecto de expulsión (*crowding out*) sobre la inversión privada productiva. Las versiones más conocidas de esta acusación son particularmente infantiles, al no distinguir entre los casos en que la producción real está constreñida por disponibilidades de oferta de los casos en que la restricción principal es el dinero. En el primer supuesto, cualquier absorción de recursos, aunque pueda ser financiada adecuadamente, está destinada a expulsar otros usos alternativos. Por ello, aunque las prioridades en la asignación de recursos son una cuestión importante para la instrumentación conjunta de las políticas monetaria y fiscal, el juicio sobre las mismas no es un problema específicamente monetarista. En el segundo caso, en cambio, el efecto de expulsión sí es una elección de la política monetaria, ya que, con recursos disponibles ociosos, la demanda financiada mediante déficit puede quedar satisfecha operando sobre la oferta de dinero, en tanto en cuanto no lo sea de forma natural por la velocidad de circulación del mismo.

El debate profesional sobre la eficacia macroeconómica de la política fiscal y monetaria contiene, a fin de cuentas, pequeños estímulos ideológicos, ya que los principios básicos de la empresa

libre no señalan cuáles de ellos son los más efectivos, útiles o arriesgados. Las finanzas públicas y la dirección monetaria son excepciones a la regla ideológica de que la persecución competitiva de los intereses privados resuelve los problemas económicos de toda la sociedad. Por esta razón, muchos conservadores consideran al patrón oro más atractivo que el control de la oferta monetaria defendido por los monetaristas.

El monetarismo está más en sintonía con la ideología conservadora, en sentido amplio, cuando insiste en la estabilidad de la política macroeconómica. La manipulación activa de la demanda y las políticas anticíclicas compensatorias son identificadas por los monetaristas como fuentes de inestabilidad para la actividad económica general. Según ellos, con políticas estables la propia economía sería estable. Dejando aparte la incidencia de estas políticas, el resto de las sacudidas exógenas, incluyendo las expectativas empresariales, tienen comparativamente poca importancia empírica, y tras ellas los reajustes del mercado son rápidos y convergentes. Los cambios en la política económica probablemente amplifican más que amortiguan las fluctuaciones naturales, asignando mal los recursos durante el proceso. Según sostenía el propio Friedman, antes de convertirse en un monetarista estricto, en su *Fiscal and Monetary Framework for Economic Stability* (5), la lógica de este punto de vista puede aplicarse a todos los instrumentos de política económica, tanto fiscales como monetarios.

Este tema es más importante que la soberanía técnica de cualquier agregado monetario, y también es consustancial con la propia ideología de la empresa libre. Además, es la cuestión central de la segunda ola de la contrarrevolución monetarista, es decir, de la nueva macroeconomía clásica, la cual ha venido a proporcionar una argumentación teórica a las proposiciones que anteriormente eran cuestiones de fe o de juicio empírico. Para esta doctrina, el alcance de la «mano invisible» se extiende más allá de la asignación microeconómica de los recursos, hasta llegar al óptimo macroeconómico, dentro de un proceso en el que la libre competencia no produce simplemente una tendencia hacia óptimos a largo plazo, sino una secuencia continua de equilibrios. El propio Friedman es el enlace entre el viejo monetarismo y el nuevo. El mensaje de su «tasa natural de desempleo» enunciado en 1968 (6), consistía en que las políticas que operan sobre la demanda pueden alterar transitoriamente los resultados económicos reales, y que, en cambio, con políticas estables la economía alcanza por sí sola el empleo de equilibrio.

Sin embargo, dudo que la nueva ola monetarista consiga un puesto permanente dentro de la ideología conservadora. El éxito y la popularidad del monetarismo se ha producido durante una época de inflación, mal que podía imputarse a los errores y excesos de la ortodoxia reinante, y ante el cual las doctrinas monetaristas eran el remedio específico. Como ideología, el monetarismo se ha beneficiado de las grandes desilusiones de la década, especialmente de los *shocks* de la OPEP, y de la identificación popular de todos los reveses personales, nacionales e internacionales de la economía en el decenio de los años setenta con las consecuencias de la inflación. Los economistas de cualquier escuela saben perfectamente que tales desilusiones y reveses no se hubieran podido evitar empleando políticas monetarias menos acomodantes, así como tampoco sus costes de primer orden se hubieran eludido con políticas más beligerantes. Tanto imprimir como dejar de imprimir billetes no produce, en ningún caso, petróleo.

Desde siempre ha existido cierta tensión entre el monetarismo ideológico, que promete salvarnos de la inflación, y el monetarismo teórico, que afirma que la inflación tiene escaso o ningún efecto sobre el funcionamiento real de la economía. Esta tensión se ha acentuado aún más con la segunda ola del monetarismo, que confía especialmente en la neutralidad del dinero, o incluso en su superneutralidad, y aplica «la dicotomía clásica» al equilibrio en movimiento continuo. El mensaje de la nueva macroeconomía clásica no es tanto que las políticas keynesianas son nocivas, sino que no sirven para nada. Un supuesto mal del keynesianismo es que los cambios caprichosos en la política económica confunden a los sujetos privados y dan lugar a distorsiones en la asignación de los recursos. Pero, cualquiera que sea su valor intrínseco, este argumento no tiene consistencia ideológica y su utilidad es tan limitada como la de los costes de economizar efectivo durante las inflaciones anticipadas.

Es probable que con el tiempo esta tensión se convierta en una debilidad del monetarismo como ideología conservadora, aunque solamente sea porque atenúa el fervor evangélico de los teóricos neoclásicos. Frente a la segunda versión del monetarismo, algunos de los economistas conservadores más chapados a la antigua mantienen firmemente que el déficit, la deuda, el dinero fácil y la inflación causan un daño grave.

Como las dos tendencias pueden estar de acuerdo en la política macroeconómica a seguir, es posible que la atención pública del pensamiento económico conservador se aparte de las macro-preocupaciones, para centrarse en el tamaño del

sector público, la reglamentación, la tributación progresiva, el bienestar y otras cuestiones afines del «lado de la oferta». El gobierno actualmente es un mal popular, y probablemente sea un blanco más fácil que la inflación.

III. EL MONETARISMO COMO PROFESION ECONOMICA

Quiero volver ahora a las incoherencias intelectuales que en 1970 Harry Johnson descubría en el monetarismo. ¿Por qué no han resultado tan dañinas como él predecía? ¿Cómo las han solventado los monetaristas, especialmente aquellos que pertenecen a la segunda ola? ¿Dónde se encuentra el debate profesional entre la vieja revolución keynesiana y la contrarrevolución? Johnson mencionaba los dos problemas siguientes: la respuesta de la producción y de los precios ante las variaciones de la demanda monetaria, y la estructura del proceso por el cual las medidas de control monetario se transmiten a la demanda agregada. Discutiré estos problemas sucesivamente.

La «ecuación perdida»: dinero, producción y precios. «La respuesta de la oferta de la economía ante los impactos monetarios» sigue siendo la cuestión principal de la teoría y la política económicas. Un impacto monetario, cualquiera que sea la forma en que se origine, se puede considerar como un cambio en la tasa nominal del gasto de bienes y servicios finales (el PNB nominal, o M multiplicado por V). En la determinación de la senda de MV , es secundario e independiente el papel que juegan las políticas monetaria y fiscal, y los cambios en la velocidad del dinero, por lo que dejaré esta cuestión para la segunda parte de este epígrafe. En cambio, la distribución de los impulsos monetarios entre precios y cantidades es la cuestión decisiva para determinar las consecuencias reales y las perspectivas anti-inflacionistas de las políticas macroeconómicas restrictivas que están siguiendo en la actualidad los distintos gobiernos.

En su *Estructura teórica* (7), Friedman se refería a esa división como «la ecuación perdida» de los modelos a corto plazo. Sostenía que las dos escuelas, keynesiana y clásica, se basan en rigideces arbitrariamente asumidas; para una, el salario monetario, y para la otra, la oferta agregada. Sin embargo, su propia propuesta, una ecuación de ajuste a corto plazo, no era diferente en espíritu del mecanismo de salarios-precio-producción de la teoría keynesiana ecléctica y de la econometría, que aceptan la Ley de Okun y las ecuaciones del tipo de Phillips para determinar los salarios monetarios y el ajuste *mark up*, junto

con la fijación competitiva de los precios en los sectores con «precios flexibles».

La idea fundamental que está detrás de este enfoque es que los mercados de productos y de trabajo en los principales sectores con «precios rígidos» están en desequilibrio la mayor parte del tiempo. Es decir, que se caracterizan por un exceso de oferta o de demanda para los precios y salarios existentes. Una gran parte del ajuste a corto plazo se produce por la vía de las cantidades, en vez de a través de los precios, ya que los salarios y los precios son insuficientemente flexibles para mantener constantemente despejados los mercados.

En general, este proceso de ajuste no ha podido ser explicado satisfactoriamente como de conducta óptima, que es el único paradigma que tiene convicción teórica en nuestra profesión.

Este fallo, que no sorprende ni es censurable a la vista de las dificultades intrínsecas de la tarea, es la causa de la crisis crónica de la macroeconomía.

El monetarismo en su segunda versión tampoco ha resuelto este problema, pero sí lo ha eludido. Los nuevos macroeconomistas clásicos (8), más osados que sus predecesores prekeynesianos, suponen que los mercados de productos y de trabajo se encuentran continuamente en un equilibrio de oferta-demanda. Aunque naturalmente saben y admiten que esto no es literalmente cierto, «la metodología de la economía positiva» les protege del examen empírico de sus premisas, ya que argumentan que lo que hay que hacer es comprobar si las observaciones macroeconómicas se comportan «como si» estuvieran generadas en mercados con precios flexibles.

Además, suponen que, en esos mercados, los agentes económicos toman decisiones respecto del futuro basadas en sus expectativas racionales sobre el comportamiento de las variables pertinentes, incluyendo las políticas gubernamentales. Esta importante hipótesis permite eliminar la inercia a que obligan las expectativas en los modelos anteriores sobre los reajustes de salarios y precios. La consecuencia de ello es que los resultados reales son indiferentes respecto de la anticipación de la política monetaria, como realmente lo son ante cualquier acontecimiento que no cambie las dotaciones reales, actuales y esperadas.

Al eludir el problema de «la ecuación perdida», los monetaristas han evitado el complicado trabajo en el que Johnson esperaba que perdieran su identidad. Al quedar así liberado, el nuevo monetarismo utiliza el poder de la teoría del equi-

librio general y atrae con ello a los jóvenes economistas.

Sin embargo, en la vida real las fluctuaciones económicas siguen produciéndose, desafiando así a los teóricos para que expliquen en sus términos de equilibrio el comportamiento cíclico de las variables macroeconómicas reales. No me parecen convincentes ninguna de las dos explicaciones que se han dado hasta ahora. Una es atribuir las oscilaciones cíclicas a los datos reales básicos: los gustos, las tecnologías y las dotaciones de recursos. Por ejemplo, las fluctuaciones en el empleo podrían reflejar elecciones intertemporales entre el ocio y otro consumo. Pero esta versión de la teoría del equilibrio, además de ser una explicación inherentemente inaceptable de las variaciones del paro laboral y de la infrautilización del capital desde 1946 (por no mencionar la experiencia de la preguerra), omite por completo las variables monetarias.

El segundo enfoque trata de explicar la bien documentada correlación positiva que existe a corto plazo entre los precios nominales y las cantidades reales. En principio, tal correlación parece refutar la supuesta neutralidad de la política monetaria. La célebre relación de Robert Lucas (9) señala que las correlaciones observadas se originan por sorpresas monetarias; así, por ejemplo, los oferentes interpretan equivocadamente un incremento de los precios absolutos en toda la economía como una subida de sus propios precios relativos. Esta teoría invita a que se hagan dos objeciones decisivas. La primera es que, además del supuesto básico de un mercado transparente y con expectativas racionales, se requiere una especificación arbitraria, empírica y completa de las imperfecciones y asimetrías en la información disponible para los diversos agentes económicos, tales como, por ejemplo, vendedores y compradores.

La segunda objeción se refiere a que la teoría no tiene en cuenta las numerosas regularidades observadas en las fluctuaciones cíclicas, que no voy a enumerar por falta de tiempo. Mi querido amigo Arthur Okun, en una conferencia que le oí pronunciar tan sólo un par de semanas antes de su trágica muerte, daba una lista completa y admirable de ellas (10). Estos fenómenos son totalmente compatibles con el punto de vista keynesiano moderno, así como incluso también con el viejo punto de vista monetarista de que el desempleo y la capacidad ociosa reflejan exceso de oferta en mercados poco transparentes. En cambio son incompatibles con los criterios neoclásicos.

La inercia en el comportamiento de los salarios

y de los precios se podría atribuir a la débil adaptación de las expectativas, o bien a rigideces institucionales. La revolución de las expectativas racionales, desacreditando la adaptación de las expectativas, ha dirigido la atención de los economistas hacia la segunda fuente de inercia. Los contratos, explícitos o implícitos, constituyen una rigidez institucional obvia, que es especialmente importante en las relaciones laborales de los Estados Unidos, donde los convenios colectivos llegan a tener una vigencia de hasta tres años. Tal como sostenía Keynes, la preocupación de los trabajadores por su *status* relativo es otro factor importante, también especialmente en los Estados Unidos, donde la negociación colectiva no está ni descentralizada ni sincronizada desde el punto de vista temporal. Puesto que los convenios no cubren todas las contingencias, a diferencia de lo que suponen Arrow y Debreu, es posible que, para bien o para mal, sean efectivas las políticas compensatorias que se instrumenten mediante reglas coherentes, y que respondan a la información macroeconómica disponible durante la vigencia de los convenios.

El gran debate político de hoy día en los países industrializados se centra en la eficacia y en los efectos colaterales de un programa firme y sostenido de desinflación monetaria (11). ¿Conseguirá un programa de tal naturaleza eliminar, o al menos reducir de manera significativa, nuestras inflaciones actuales, y si así fuera, con qué rapidez? ¿Qué daño se hará con ello a las variables económicas reales, al empleo, a la producción y a la inversión? ¿Con qué rapidez los precios internos se ajustarán a la baja, si las autoridades monetarias se niegan decididamente a reaccionar ante los *shocks* de la OPEP o de otra naturaleza?

La experiencia pasada, incluyendo las dos últimas recesiones, proporciona respuestas pesimistas. En los Estados Unidos, cerca del 90 por 100 de la reducción del gasto monetario anual se efectúa por la vía de la producción, y no a través de los precios. Asimismo, dos o tres puntos de aumento anual en el desempleo rebajan la inflación tendencial solamente en un punto.

Los monetaristas sostienen que estas aparentes y poco halagüeñas interdependencias a corto plazo están condicionadas por las expectativas de los agentes privados —trabajadores, sindicatos, empresarios—, en el sentido de suponer que las políticas anticíclicas les aliviarán de la necesidad de reducir los salarios monetarios y los precios para restablecer los niveles de ventas y de empleo normales. Por consiguiente, en su opinión, la reducción de la inflación se producirá más rápidamente y con menos daño si la intención

de las autoridades de «mantener el rumbo» se expresa y acepta adecuadamente (12).

Esta perspectiva es demasiado especulativa como para apostar por ella. ¿Puede aceptarse realmente este planteamiento en una democracia, donde los gobiernos no pueden obligar a sus sucesores? Las posibilidades de cambio en la política son menores en algunos sistemas parlamentarios europeos que en la estructura Congreso-Presidente norteamericana. Pero aun en el caso de que tal planteamiento fuera posible, ¿cómo sería interpretado por los trabajadores, los sindicatos y las empresas? Cada grupo podría preferir dejar que fuese el resto de la economía el que redujera la inflación, asegurándose así el mantenimiento de su *status* relativo cualquiera que sea lo que hagan los demás grupos. Lamentablemente, la propaganda monetarista ha minado su propio programa, al difundir la idea de que la inflación es una responsabilidad exclusiva del gobierno, de forma que ésta se puede reducir con una mera reforma financiera gubernamental, y sin coste alguno, en tanto que los sujetos privados pueden continuar con sus negocios como siempre.

La cuestión fundamental es que se trata de un experimento que es nuevo, que se refiere tanto a las economías nacionales como a la mundial, y que está en juego algo muy importante. Por esta razón, personalmente creo que lo único prudente sería coordinar la política monetaria anti-inflacionista con una política de rentas que mantenga las reclamaciones de renta nominal en un ritmo compatible con la desaceleración de la demanda agregada monetaria. Un programa así coordinado combinaría el planteamiento anterior con la intención de mantener los puestos de trabajo y las ventas, y con la promesa de que ni los intereses sindicales ni de otra índole cabalgarían por su cuenta. Dado que tales políticas son mutuamente compatibles, los controles sobre salarios y precios no tratarían de sujetar la tapa de una olla que está hirviendo por exceso de demanda. Al cabo de varios años, se habría vencido el legado inflacionista de los convenios existentes y de los *status* relativos. Entonces, tanto las expectativas como la política económica apoyarían la continuación de planteamientos menos inflacionistas sin necesidad de aplicar controles.

Un programa coordinado de esta naturaleza supone que en la sociedad se dan las bases para alcanzar un cierto consenso básico respecto de la división del producto social. De no ser así, por existir un conflicto irreconciliable de intereses, los males de la sociedad serían más profundos que lo que indican sus síntomas inflacionistas, y estarían más allá del alcance de la política monetaria. No tiene fundamento el optimismo de

pensar que el conflicto distributivo fundamental se puede resolver reduciendo el pastel en disputa.

Los monetaristas, por supuesto, se oponen fervientemente a cualquier clase de control, incluso a medidas tan flexibles como las sanciones o los beneficios tributarios, así como tampoco aceptarían el sistema de vales de racionamiento negociables, ideados por el super-inventivo Abba Lerner (13). Los monetaristas sostienen que las políticas de rentas no son suficientes; lo cual es verdad, ya que deben ir acompañadas de una dirección deflacionista apropiada en la demanda. También afirman que no son necesarias, lo cual es mucho más discutible. Asimismo, señalan que son ineficaces desde el punto de vista distributivo, lo que es verdad hasta cierto punto. Sin embargo, habría que comparar tales ineficacias con los costes reales de la recesión y la estancamiento resultantes de una mera contracción monetaria. Finalmente, sospecho que la objeción monetarista a los controles no se basa en un análisis coste-beneficio, sino en la preferencia ideológica por una economía «libre», por mal que ésta pueda funcionar. Pero si las medidas monetaristas agotan la tolerancia del público ante las dificultades reales, sin obtenerse una disminución visible de la inflación, su reacción natural dañará no sólo la credibilidad del monetarismo y de la economía libre de controles, sino incluso también algunos valores sociales más importantes.

Un modelo estructural para la política monetaria y el dinero. La segunda deficiencia científica mencionada por Johnson fue la falta de modelos estructurales, teóricos o econométricos. Johnson atribuía este fallo a una confianza excesiva en la metodología del «como si» de la economía positiva.

Por ejemplo, para Friedman y otros monetaristas es fundamental definir conceptualmente el «dinero», cuya cantidad consideran que es el soporte de la economía. Pero: ¿Qué aspectos de los pasivos monetizables son esencialmente monetarios? ¿Cuáles son sus características relevantes? ¿Tal vez que el deudor sea el gobierno, o los Bancos comerciales, o bien otros intermediarios? ¿O quizá el plazo de la obligación, a la vista, con aviso, o a plazo? ¿O bien la transferibilidad y la aceptabilidad de las transacciones? ¿O incluso la seguridad y predictibilidad del valor nominal? Los monetaristas han preferido ignorar estas preguntas, y razonar con modelos teóricos, «como si» existiera una forma monetaria de valor única e inequívoca, e identificar como su contrapartida en el mundo real aquel agregado que mejor se correlacione con el PNB nominal. A pesar del atractivo que las R^2 de esas sencillas regresiones puedan tener para el profano, Johnson

tenía razón al señalar que ni la teoría ni las estadísticas satisfacían las cánones exigidos por la ciencia económica en 1970.

Desde el punto de vista teórico, puede criticarse a los monetaristas el salto que supone pasar de la teoría general de la selección de activos a sus propias formulaciones en este ámbito. Por muy estable que pueda ser «la» función de demanda de dinero, el sistema que forma con la oferta monetaria es incapaz de describir al conjunto de la economía si aquélla contiene más de una variable endógena. Para mí es un misterio el modo en que tanto Friedman como Brunner o Meltzer (14) consiguen transformar sus sistemas de ecuaciones con múltiples activos en un planteamiento monetarista basado en una única ecuación. La *Estructura teórica* de Friedman, escrita evidentemente para responder a las críticas anteriores, tampoco proporciona un modelo estructural que sirva de base a sus principales planteamientos y a sus recomendaciones de política económica. En cambio, mucho más éxito tuvo su conocida idea de la «tasa natural».

No obstante, en este sentido la segunda contrarrevolución monetarista se ha evitado muchas de las dificultades que preveía Johnson. Por ejemplo, la recuperación por parte de Barro (15) del teorema ricardiano de la equivalencia entre la deuda pública y la tributación ha proporcionado una explicación intelectualmente aceptable, aunque empíricamente irreal, de la irrelevancia macroeconómica de la política fiscal (lo que, al mismo tiempo, sin embargo, exonera a la deuda pública de la acusación de expulsar a la inversión privada). En el frente empírico, la crítica de Lucas sobre la valoración de la política econométrica (16) ha puesto en duda la validez de los modelos estructurales, al señalar que sus ecuaciones de comportamiento no son independientes de las reglas y de los regímenes políticos. Dados los peligros de una clasificación *a priori* de las variables entre exógenas y endógenas, Sims y otros han tratado de encontrar relaciones causales a partir de sistemas no estructurales (17). De esta manera, el empirismo de la forma seudoreducida del Monetarismo I resulta menos ilegítimo actualmente que hace diez años. En cualquier caso, todavía no está resuelta la cuestión de si el dinero determina a la renta, o a la renta monetaria, o a ambas cosas.

En algunos aspectos, el nuevo monetarismo es tan vulnerable como el viejo a la objeción de Johnson. Los macromodelos de expectativas racionales, de los que se deducen importantes medidas de política económica, están subdesarrollados por el lado financiero. Asimismo, olvidan describir el proceso de la transmisión monetaria.

Suponen una M única y soberana, controlable directamente por las autoridades, pero sin especificar su concepto, propiedades y medida, ni tampoco la relacionan explícitamente con los instrumentos de control monetario, ni con los presupuestos públicos, ni con las instituciones y mercados financieros. Suponen neutralidades que serían inaceptables en modelos más sofisticados que tuvieran en cuenta fenómenos tales como las rigideces de los tipos nominales de interés respecto de la cantidad de dinero legal, de los depósitos bancarios, o de los descuentos del Banco central, así como también olvidan los diferentes efectos de la monetización de los déficits públicos sobre la riqueza y la cartera de activos, las operaciones del Banco central en el mercado de títulos, la creación de crédito por intermediarios financieros, y demás fenómenos relacionados con la oferta de dinero. Otra simplificación monetarista consiste en clasificar los impactos en monetarios y reales, ignorando la combinación mixta, real y monetaria, que suele existir en un impacto, por ejemplo, sobre la eficacia marginal del capital. Esas deficiencias quedan subsanadas al abandonar el nuevo monetarismo los antiguos dogmas de su versión primitiva, pero, como señaló Johnson, en este proceso el monetarismo pierde parte de su propia identidad.

La síntesis entre la revolución y la contrarrevolución esperada por Harry Johnson en 1970 no se ha producido todavía. Por el contrario, la divergencia ha aumentado, al haberse prolongado la vida de la contrarrevolución con la llegada del nuevo monetarismo. Sin embargo, pienso que está comenzando la fase sintética de esta dialéctica, aunque tal síntesis no consistirá, a diferencia de lo que predecía Johnson, en la desaparición del monetarismo dentro de una corriente ecléctica entre neoclásica y nekeynesiana. Las ideas de la segunda contrarrevolución son demasiado específicas y poderosas como para perderse en el proceso, por lo que están destinadas a modelar cualquier nueva ortodoxia que aparezca. Las ideas duraderas son más metodológicas que sustantivas, y se basan en la consistencia de las expectativas racionales y del comportamiento racional al incorporarse a las ecuaciones estructurales de un modelo macroeconómico de equilibrio general. Estas ideas se están utilizando no para exaltar la mano invisible, sino para explicar las causas y los efectos de las imperfecciones informativas, los contratos a largo plazo y otros compromisos, las imperfecciones de los mercados de capitales, las limitaciones de liquidez y otros muchos fenómenos de observación corriente. Cuando el proceso dé su fruto, los problemas keynesianos serán interpre-

tados con una nueva luz, pero no serán rechazados como imposibilidades teóricas. Habrá espacio para las políticas compensatorias de la demanda, tanto en los modelos teóricos como en la economía aplicada, y se conocerá mejor la forma de manejarlas. A medida que se vaya produciendo esta síntesis científica, el monetarismo perderá su simplicidad, como carácter esencial a su atractivo ideológico, si bien éste, en cualquier caso, quedará erosionado por la desilusión ante los resultados de las políticas monetaristas. Si yo estuviera en lo cierto con estas profecías, la fe de Joseph Schumpeter en la interacción fructífera entre la ciencia y la ideología quedaría afirmada una vez más.

NOTAS

(*) «The Monetarist Counter-Revolution Today-An Appraisal», *The Economic Journal*, marzo 1981. Traducción de Miguel Valle Garagorri.

(1) El título de su discurso presidencial de 1948 ante la American Economic Association, *American Economic Review*, marzo 1949, págs. 345-359.

(2) «La revolución keynesiana y la contrarrevolución monetarista», *American Economic Review*, mayo 1971, págs. 1-14.

(3) Ver también BAILY, M. N., «Stabilisation policy and private economic behaviour», *Brookings Papers on Economic Activity*, 1: 1978, págs. 11-50.

(4) POOLE, W., «Optimal choice of monetary policy instruments in a simple stochastic macro model», *Quarterly Journal of Economics*, mayo 1970, págs. 197-216.

(5) *American Economic Review*, junio 1948, págs. 265-274.

(6) «The role of monetary policy», *American Economic Review*, marzo 1968, págs. 1-17.

(7) «A theoretical framework for monetary analysis», *Journal of Political Economy*, marzo-abril 1970, págs. 193-238.

(8) Los protagonistas destacados son Robert Lucas, Tho-

mas Sargent y Barro. Ver, por ejemplo, LUCAS and SARGENT, «After Keynesian macroeconomics», en *After the Phillips Curve*, Federal Reserve Bank of Boston Conference Series 19, junio 1978; LUCAS, «Understanding business cycles», en Brunner and Meltzer, eds., *Stabilization of the Domestic and International Economy, Journal of Monetary Economics Supplement (1977)*. SARGENT, T., and WALLACE, Neil, «Rational Expectations, the optimal monetary instrument and the optimal money supply rule», *Journal of Political Economy*, abril 1975, págs. 241-254. Sobre una crítica de estos acontecimientos ver mi Jahansson lectures: TOBIN, *Asset Accumulation and Economic Activity: Reflections on Contemporary Macroeconomic Theory*, London, Blackwell, 1980, cap. 2; también, «How dead is Keynes?», *Economic Inquiry*, vol. XV, número 4, octubre 1977, págs. 459-468.

(9) LUCAS, Robert E., Jr., «Econometric testing of the natural rate hypothesis», en Otto Eckstein, ed., *The Econometrics of Price Determination Conference*, patrocinada por la Board of Governors of the Federal Reserve System y el Social Science Research Council, Washington, Federal Reserve System, 1972.

(10) OKUN, A. M., «Rational-expectations-with-misperceptions as a theory of the business cycle», preparado para el seminario del American Enterprise Institute sobre expectativas racionales, febrero 1980.

(11) He discutido estos problemas más ampliamente en «Stabilization policy ten years after», *Brookings Papers on Economic Activity*, 1: 1980, págs. 19-72.

(12) FELLNER, William, *Towards a Reconstruction of Macroeconomics*, Washington, American Enterprise Institute, 1976.

(13) Ver OKUN, Arthur M., and PERRY, George L., eds., *Curing Chronic Inflation*, The Brookings Institution, 1978. Una elegante alternativa con las mismas propiedades de flexibilidad, ver LERNER, Abba P., «A wage-increase permit plan to stop inflation», *Brookings Papers on Economic Activity*, 2: 1978, págs. 491-505.

(14) Una exposición de su teoría monetaria figura en BRUNNER, K., and MELTZER, A., «An aggregate theory for a closed economy», en J. Stein, ed., *Monetarism*, Amsterdam, North Holland, 1976, cap. 2. Benjamín Friedman señala que el modelo no se diferencia notablemente en su estructura de otros macromodelos de *stocks* de activos y *flows*: FRIEDMAN, B., «The theoretical non-debate about monetarism», en T. Mayer, ed., *The Structure of Monetarism*, New York, Norton, 1978, págs. 94-112.

(15) BARRO, Robert, «Are government bonds net wealth?», *Journal of Political Economy*, vol. 82, noviembre-diciembre 1974, págs. 1095-1117.

(16) LUCAS, Robert E., «Econometric policy evaluation: a critique», en Karl Brunner and Allan H. Meltzer, eds., *The Phillips Curve and Labor Markets*, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, vol. 1, Amsterdam, North Holland, 1976, págs. 19-46.

(17) SIMS, Christopher, «Macroeconomics and reality», *Econometrica*, enero 1980, págs. 1-48.