¿HA FRACASADO EL MONETARISMO?(*)

Karl BRUNNER (**)

I. INTRODUCCION: LA ACTIVIDAD INTELECTUAL EN UN CONTEXTO POLITICO

EN la última obra de Hermann Hesse, *El juego de los abalorios,* se explora un viejo sueño. En un futuro indeterminado, los intelectuales se aplican a sus actividades protegidos y separados del «mundo» y de sus mezquinos intereses. No se sabe de dónde obtienen sus recursos las vastas instituciones que constituyen el orden intelectual. Esa asignación social se produce (milagrosamente) al margen del juego del poder y de la riqueza que tales decisiones llevan aparejado en el proceso político.

Desgraciadamente no es ése nuestro mundo, ni los hombres lo conocerán nunca. La pureza de nuestros esfuerzos intelectuales está siempre en entredicho, porque se producen en el contexto de unas instituciones sociales que interactúan con un proceso político que las abarca. Nuestra vida intelectual está permanentemente expuesta a los incentivos propios de la palestra pública. La «verdad» podrá ser el principio rector de los afanes intelectuales, y la verdad *cognitiva* el criterio último que dirija el saber científico; pero ni la búsqueda del conocimiento ni el debate intelectual se producen en un vacío social, sino en un contexto abierto a las solicitaciones del poder y de la riqueza. La contaminación probablemente aumenta con la proximidad a ese juego de poder que constituye el proceso político. Palabras y frases no se emplean necesariamente para informar, ni se formulan con el propósito de someterlas al juicio de la observación crítica. El poder, la riqueza y los compromisos ideológicos conforman el uso del lenguaje y el léxico de la palestra pública.

La ambivalencia de la experiencia intelectual, unida a la consiguiente ambigüedad del lenguaje, impregna las polémicas recientes sobre las políticas económicas actuales. Los problemas sociales son reales y graves, y también es mucho lo que cada cual se juega en el debate. El esquema ambivalente se destaca con especial intensidad en las discusiones en torno al presunto «fracaso del monetarismo». Mi tema en estas páginas será esa ambivalencia, controlada por un juego político que tiene repercusiones para el curso futuro de nuestra sociedad.

II. EL CONTENIDO DEL ANALISIS MONETARISTA

A duras penas se puede juzgar una atribución de «fracaso», ni entender su posible significado, sin un marco de referencia explícito. Ese marco lo suministran, en este caso, los escritos publicados en las últimas décadas por los principales monetaristas y, en particular, las estimaciones y declaraciones semestrales que ha venido haciendo el *Shadow Open Market Committee,* o SOMC, desde septiembre de 1973. El SOMC ha evaluado tendencias presentes y futuras de la política monetaria y ha formulado propuestas concretas que se pueden examinar retrospectivamente.

Hace doce años yo presenté, al Weltwirtschaftliches Institut de la Universidad de Kiel, un artículo en el que analizaba el contenido de las ideas monetaristas bajo cuatro epígrafes (Brunner, 1971). Ese texto se publicó entonces con la esperanza de corregir la visión equivocada que parecían tener muchos keynesianos del renacimiento monetarista del programa clásico. Para el presente artículo se ha estimado necesario disponer el material de forma un tanto distinta.

1. Algunas características generales

La diferencia entre el análisis keynesiano y el análisis monetarista va más allá de unos cuantos «tecnicismos» de poca monta. Se trata de dos posiciones intelectuales separadas por visiones fundamentalmente dispares de la economía, y por opiniones sustancialmente dispares acerca de la economía política de las instituciones y el diseño de políticas. De una y otra se desprenden también planteamientos muy distintos de los problemas macroeconómicos. El acusado contraste que forman esas dos visiones alternativas no impide, sin embargo, que algunas variaciones sobre el tema básico presenten, de tanto en tanto, un rasgo común, dentro de alguna particular dimensión de la visión o del análisis.

Ambas visiones descubren en el proceso social un vasto sistema de agentes en interacción. Los keynesianos tienden a sugerir que esa complejidad del fenómeno se debe reflejar en un esquema analítico correspondientemente complejo. El contexto cognitivo keynesiano subraya que todos los macrofenómenos son funciones de esa interacción compleja. Para comprender las cuestiones macroteóricas se requiere, pues, representar el proceso económico mediante un modelo enorme (y todavía mayor). En el modelo se han de incorporar varias propiedades decisivas que se atribuyen a la economía. El proceso económico se ve sacudido por perturbaciones, y aquejado o bien de una inestabilidad dinámica, o bien de una disposición intrínseca a estabilizarse en estados que están muy por debajo del «pleno empleo». Esa inestabilidad del proceso, por lo menos en lo tocante a una solución de pleno empleo, va unida a una firme creencia en la relativa invariabilidad de la estructura determinista del sistema. Estas propiedades, junto con una visión esencialmente sociológica de las instituciones políticas, justifican un enfoque activista de la política económica. Tal activismo es a la vez condición necesaria y suficiente para mantener el rendimiento económico dentro de unos márgenes aceptables.

Los debates keynesianos sobre políticas concretas se desenvuelven a menudo dentro del marco de un esquema intelectual modificado. La interacción entre las curvas IS y LM representa, a los efectos de una aproximación tosca, los aspectos pertinentes del complejo proceso. En el gráfico estándar, las curvas IS-LM aparecen movidas por la dinámica del proceso total y perturbadas por las perturbaciones que se van produciendo. Sin embargo, muchos keynesianos afirman implícitamente, y a veces de la manera más explícita, que conocen la posición y movimientos de esas curvas. En efecto, proclaman poseer conocimientos concretos sobre la mezcla de políticas fiscales y monetarias que en cualquier momento orientaría las curvas a un equilibrio de «pleno empleo». Este presunto conocimiento de las curvas IS-LM y la desviación con respecto al «pleno empleo» determina el camino de los errores en la aplicación de políticas activistas.

La visión monetarista, en cambio, hace hincapié en la propiedad que tiene el proceso económico de absorber las perturbaciones. Rechaza, además, la relativa invariabilidad de una estructura determinista, y subraya la improbabilidad intrínseca de formular con acierto un modelo grande con parámetros estables (1). Lo cual significa, también, que el conocimiento que pregonan muchos keynesianos se considera totalmente falto de realismo, como lo es la propia economía política de Keynes («el síndrome de Harvey Street»). Los monetaristas no niegan su aplauso a las tentativas de situar los debates de *macro*-política bajo una representación sumaria y general del proceso económico, pero encuentran fallos muy graves en el paradigma estándar.

Podemos examinar la posición monetarista con algo más de detalle atendiendo a cinco temas: la naturaleza del mecanismo de transmisión, la estabilidad interna del sistema, el problema del impulso, el proceso de oferta monetaria y la política monetaria, y algunos aspectos de economía política (2).

2. La naturaleza del mecanismo de transmisión

Los monetaristas argumentaron, ya en fecha temprana, que el paradigma formulado en términos de un gráfico IS-LM no casaba bien con ciertos aspectos importantes de los mecanismos monetarios (Brunner, 1961, 1976; Friedman y Schwartz, 1963; Brunner y Meltzer, 1968, 1972, 1976). Dos de los elementos que forman el entramado keynesiano tradicional entorpecen, a nuestro juicio, la explicación adecuada de importantes problemas monetarios. Esos elementos son la representación raquítica de los mercados financieros y el tratamiento de la determinación de precios y salarios. El análisis keynesiano se puede efectuar coherentemente partiendo de uno de dos supuestos mutuamente excluyentes: sólo los activos financieros no monetarios pueden sustituir al dinero, o todos los activos no monetarios (financieros y reales) forman un bien compuesto hicksiano que sustituye al dinero. Ambos supuestos reducen la representación de los mercados financieros a una sola ecuación. Con esa representación quedan desatendidas ciertas cuestiones de importancia relacionadas con la interacción entre los mercados crediticios y el mercado monetario.

La restricción a dos activos en el contexto de un mundo IS-LM (Brunner, 1971) significa algo más que un entretenimiento esotérico o un enfoque alternativo que considera sustitutos del dinero a los activos tanto financieros como no financieros, encierra repercusiones muy distintas en todo lo que se refiere a la función de las perturbaciones de la demanda monetaria, la elección de estrategia monetaria, los efectos reales de los impulsos monetarios, la naturaleza de la «causación inversa» y las cuestiones que se formulan para orientar la investigación empírica sobre los efectos de la política monetaria.

La naturaleza del mecanismo de transmisión que rodea a los ajustes de precios y salarios estudiados en los escritos monetaristas implica, asimismo, que los impulsos monetarios no producen efectos reales y permanentes sobre la producción, el empleo y los tipos reales de interés, si se exceptúan los efectos reales a más largo plazo ejercidos por conducto de la tasa de inflación prevista o de restricciones institucionales distorsionantes (por ejemplo, tipos impositivos especificados en términos nominales). Esto quiere decir, en particular, que las pautas reconocidas del crecimiento monetario son plenamente absorbidas por los movimientos del nivel de precios. Sólo se pueden producir efectos reales mediante aceleraciones (o desaceleraciones) monetarias. Esta idea quedó mejor explicada con la subsiguiente evolución del análisis de las expectativas racionales (Lucas y Sargent, 1981). Con ello se aclaró también otra diferencia de peso con la tradición keynesiana, relativa a la interpretación de los procesos (aparentemente) inerciales que configuran los movimientos de precios y salarios. El pensamiento monetarista hace hincapié en la acción de mecanismos de realimentación, a plazo medio, del estado de la economía y el régimen de políticas percibido a la estructura del proceso inercial. Los keynesianos, en cambio, niegan que se produzca esa realimentación, o afirman que carece de importancia, por la lenta difusión de sus efectos a lo largo de varias décadas (3).

3. La estabilidad interna del sistema: niveles normales de producción, de empleo y de desempleo

El análisis monetarista subraya la capacidad de absorber perturbaciones como característica del sistema económico. Esa propiedad asegura la estabilidad dinámica interna del sistema. Ello no implica ausencia de fluctuaciones económicas. El sistema se ajusta a todas las perturbaciones en curso mediante ajustes de mercado que generan fluctuaciones de la producción y el empleo globales. La observación de esas fluctuaciones tampoco ofrece, a primera vista, pruebas de ineficiencia en la utilización de los recursos disponibles.

La cuestión de la estabilidad interna del sistema ha cambiado gradualmente de punto focal. Seguramente sería más útil definirla como la existencia y pertinencia de un nivel normal de producción, que depende de las preferencias subyacentes, de la tecnología y de la estructura institucional vigente. Ese concepto transmite la idea de que la propiedad de absorber perturbaciones de la economía mantiene a ésta dentro de un cierto radio en torno al nivel de producción normal. Por lo tanto, para que haya desviaciones sostenidas y notables (la Gran Depresión), se requiere una sucesión de perturbaciones encadenadas.

El análisis monetarista subraya también que la función de producción no es una mera descripción de la tecnología. Está condicionada por los acuerdos institucionales, sobre todo por las diversas formas organizativas admisibles y la estructura de los derechos de propiedad. Los cambios institucionales modifican el espacio de posibilidades de producción que se expresa en el nivel de producción normal (Jensen y Meckling, 1979). Este nivel de producción normal refleja, junto con los niveles normales de empleo y de desempleo, los incentivos integrados en la estructura institucional vigente.

Las diferencias subyacentes en el enfoque del comportamiento de la oferta y el proceso de precios y salarios son lo que determina la visión específicamente keynesiana de la estabilidad del sistema económico. Keynes subrayó la existencia de un equilibrio estable con subempleo (Meltzer, 1981) sustancialmente por debajo del «empleo máximo» determinado por las preferencias y la tecnología. Globalmente, sin embargo (es decir, con respecto a la producción máxima), el sistema sigue siendo inestable. La existencia de una producción normal no encaja en el esquema keynesiano de equilibrio con subempleo persistente, y el máximo de producción (o de empleo) no tiene cabida para la idea de un nivel de producción normal con su condicionamien-

to institucional. Algunos neokeynesianos generalizaron la idea de Keynes en forma de un sistema de equilibrios múltiples con subempleo. Un proceso estable controla el comportamiento del sistema en las cercanías de cada posición de subequilibrio. Pero el sistema no es estable respecto de movimientos entre los equilibrios con subempleo, ni respecto de la posición máxima. Su estabilidad global en torno al «pleno empleo» sólo puede ser resultado de planes deliberados, integrados en un régimen de políticas activistas.

La diferencia entre los dos enfoques implica también que el concepto keynesiano de «pleno empleo» determinado por la tecnología y las preferencias no tenga cabida en el análisis monetarista, o exija una redefinición. El «pleno empleo» keynesiano sale de la tecnología y las preferencias, arrojadas a un vacío institucional heredado del mundo de información perfecta de la teoría del equilibrio general. El análisis monetarista, en cambio, hace hincapié en las condiciones institucionales que conforman el nivel de producción normal. Keynesianos y monetaristas, pues, abordan la política de empleo desde ángulos muy distintos. Los keynesianos suelen insistir en aprovechar las aparentes oportunidades de la «gestión de la demanda» para empujar al sistema hacia el «pleno empleo». Esta magnitud del empleo, sin embargo, sigue siendo un elemento extrínseco, que el análisis no especifica. Los monetaristas, por otra parte, insisten en un régimen no activista centrado en la demanda normal agregada, complementada con una «política institucional». Esta política está diseñada para ajustar el empleo y la producción normales a un óptimo social; este óptimo social se podría definir como «el pleno empleo». Una visión keynesiana del mundo parece alentar medidas institucionales que elevan el nivel normal de desempleo y reducen (relativamente) el nivel normal de producción. Esta consecuencia, en el contexto de la misma visión, genera tentativas de reducir el desempleo mediante una gestión más activa de la demanda.

4. El problema del impulso

Se empezó a prestar atención al problema del impulso con el debate sobre el empuje comparado de los impulsos monetario y fiscal. El análisis monetarista afirmaba la relativa superioridad de los impulsos monetarios con respecto a los movimientos a corto plazo (transitorios) de la producción. Se reconocía que la política fiscal producía efectos reales. Los efectos reales agregados, sin embargo, se consideraban relativamente modestos y transitorios, salvo en lo tocante al tipo de interés real y al *stock* de capital real a largo plazo.

La evolución de los acontecimientos y los análisis modificaron la formulación y el contenido del problema del impulso. El análisis subsiguiente distinguiría entre los resultados en el nivel de precios y en la producción. La teoría elemental de los precios nos dice que el movimiento del nivel general de precios viene dado por una larga serie de condiciones reales, conjuntamente con la cantidad de dinero. Pero son los impulsos monetarios *persistentes* los que gobiernan la tasa de inflación. El movimiento de la producción, entre tanto, refleja una interacción de perturbaciones monetarias y reales. Es probable que las perturbaciones reales sean las que dominen la tendencia estocástica que determina la evolución de la producción normal. Las condiciones monetarias pueden contribuir a esa tendencia, sobre todo como resultado de impuestos distorsionantes fijados sobre valores nominales y del cuadro de incertidumbre que acompaña al régimen de política vigente. El impacto conjunto de las perturbaciones monetarias y reales mantiene el componente estacionario de los movimientos de la producción. La recesión de 1973-75 ejemplificó la interacción entre las distintas perturbaciones. Hay una diferencia decisiva entre las condiciones monetarias que conforman la tendencia estocástica y el componente estacionario. Este responde a perturbaciones monetarias imprevistas y mal entendidas que se producen dentro de un régimen de políticas dado, mientras que las propiedades tendenciales están más condicionadas por las *características* del *régimen*. La aceptación de una tendencia estocástica, comparada con una tendencia determinista, reduce la aportación del componente cíclico a la fluctuación observada en la producción. De ese modo desvía la atención del papel de la política de estabilización a corto plazo hacia la «política institucional» a plazo más largo (Nelson y Plosser, 1982).

5. El proceso de la oferta monetaria y la política monetaria

a) *El dinero y el proceso de la oferta monetaria.* El análisis monetarista ha examinado, con cierta profundidad y detalle, la naturaleza del dinero y del proceso de provisión del mismo. El dinero aparece como un invento social que reduce a la vez los costes de transacción y de información (Brunner y Meltzer, 1971; Alchian, 1977). Del análisis se desprende, en particular, que la productividad social del dinero apenas se refleja en las interpretaciones de la «teoría de la suela del zapato» implícitas en algunos planteamientos inventariales. El análisis monetarista ofrece, por consiguiente, una interpretación distinta del papel de la renta real en las funciones de la demanda monetaria. Las variaciones de la renta real (incluida la parte «no monetizada» de la economía) elevan la productividad marginal del dinero. El análisis subyacente, además, hace hincapié en que el dinero surge, como muchas instituciones sociales, de la interacción espontánea entre agentes optimizadores (Schotter, 1981); y establece que no existe una solución *única* al problema de la coordinación social que favorezca la aparición de «activos dominantes en las transacciones». Así pues, cualesquiera interrogantes teóricos sobre los elementos *específicos* que constituyan el dinero en determinado momento o en el futuro son, en principio, inútiles e insolubles, a diferencia de los interrogantes sobre la existencia de ciertos activos que posean las características del dinero.

De los problemas polémicos ligados a cuestiones concretas nació, de modo natural, una atención más minuciosa al proceso de la oferta monetaria. Los keynesianos solían pasarlo por alto, así como su interacción con el sector real. El lector puede comparar a Tobin-Buiter (1976) con Brunner-Meltzer (1976). No es casual que *A Monetary History of the United States* no surgiera de exploraciones *keynesianas*. Entre las cuestiones que motivaron el análisis hay que contar: el papel de la «causación inversa»; la importancia de las propiedades y perturbaciones vinculadas a la demanda monetaria; el papel de las diferentes instituciones; el papel comparado de las autoridades públicas, bancarias y monetarias dentro del proceso de la oferta de dinero; el papel de la demanda pública de crédito; el papel de los tipos de interés, y, concretamente, el

control del crecimiento monetario. Los keynesianos rara vez se abstuvieron de brindar opiniones sobre todos estos temas, aun en ausencia de trabajos sistemáticos sobre el proceso de la oferta de dinero.

La existencia de una causación inversa es congruente, por supuesto, con las correlaciones persistentes entre renta y dinero. Para calibrar la importancia de la causación inversa es necesario un análisis detenido del proceso de la oferta monetaria. Ese análisis establece que la condición más importante de cuantas contribuyen a la «causación inversa» es la política de fijación de los tipos de interés. La política de tipos de interés convierte la base monetaria, y por lo tanto el *stock* de dinero, en una magnitud endógena sensible a todas las perturbaciones que afectan a los tipos de interés del mercado. Esas perturbaciones se traducen, mediante la determinación del tipo de interés, en aceleraciones o desaceleraciones del crecimiento monetario. Este efecto, si hay suerte, puede contrarrestar el efecto simultáneo de la perturbación sobre la velocidad. Pero ese contrapeso *posible* depende de una combinación de perturbaciones muy concreta, de carácter a lo sumo muy transitorio, y brinda escasa justificación para una política de fijación de los tipos de interés. Otras medidas institucionales pueden abrir cauces adicionales de causación inversa sin contribuir a una correlación *positiva* (más o menos contemporánea) entre la renta y el dinero. Hay una influencia secundaria, que es la que actúa, a través del «efecto Hawtrey», sobre el *ratio* monetario y el multiplicador monetario a lo largo del ciclo. Pero este cauce de causación inversa no basta para explicar la correlación positiva dinero-renta. Las instituciones de política dominantes determinan, pues, la magnitud relativa, y también la dirección, de la causación inversa. Esta es, por consiguiente, muy sensible, en contraste con la causación «directa», a las variaciones en los acuerdos institucionales que controlan la función de oferta de la base monetaria.

La tradición keynesiana del Federal Reserve System solía atribuir una influencia de primer orden a las propiedades deterministas y estocásticas de la demanda monetaria. Sin embargo, una vez que los procesos de cartera se mueven más allá de la sola ecuación LM —de suerte que el *stock* de dinero y los tipos de interés resultan de la interacción conjunta de los mercados de activos—, el papel de las propiedades de la demanda de dinero queda muy alterado (Brunner, 1973). Se sigue, asimismo, que las perturbaciones que actúan sobre los mercados crediticio y monetario influyen de manera muy distinta en el proceso de la oferta de dinero. Una varianza relativamente grande de perturbaciones que modifiquen las condiciones del mercado crediticio refuerza las razones en pro de la limitación de la masa monetaria, mientras que una varianza relativamente grande de perturbaciones del mercado monetario sugiere la opción de fijar los tipos de interés. Este aspecto está descuidado en la tradición IS-LM. Este análisis de una disyuntiva *(trade-off)* política entre la varianza del crecimiento monetario y la varianza de los «tipos de interés» falla también cuando se avanza más allá del esquema IS-LM estándar. Una interacción de los mercados de activos que incorpore los rudimentos de una estructura a plazo de los tipos de interés revela los fallos de la argumentación tradicional (Brunner y Meltzer, 1983; Mascaro y Meltzer, 1983).

Digamos, en fin, que se han acumulado muchos trabajos acerca de la controlabilidad del crecimiento monetario. Ningún monetarista esperó nunca ni afirmó que se pudieran controlar muy de cerca las magnitudes mensuales, ni siquiera las trimestrales (4). Los extensos estudios preparados para el SOMC (Johannes y Rasche, 1980-82; véanse también Büttler, Gorgerat y Schiltknecht, 1979, y Bomhoff, 1977) ponen de relieve la tesis central de los monetaristas de que el crecimiento de la masa monetaria se puede controlar a lo largo de un período que puede estar entre el semestre y el año, dentro de un margen pequeño si se compara con el problema observado a lo largo de los dos últimos años.

b) *La política monetaria.* La controlabilidad del crecimiento monetario es condición necesaria, pero no suficiente, para la tesis monetarista de un régimen no activista caracterizado por una tasa constante de crecimiento monetario (Brunner, 1980). Para completar el cuadro se requieren además otras condiciones. Una segunda condición es la relativa a la información necesaria para la ejecución racional de un régimen activista. Cada uno de los argumentos que se esgrimen en favor de un régimen activista postula un conocimiento completo, por parte del autor de las políticas, de la estructura determinista y estocástica de la economía. Tal conocimiento brindaría, en efecto, la posibilidad de una gestión activista con fines estabilizadores. El análisis monetarista hace hincapié, sin embargo, en que ese conocimiento detallado y fiable no existe (Friedman, 1953). En realidad la argumentación va más allá, y afirma que, por su propia naturaleza, el proceso económico, que modifica continuamente el capital de información acumulado, no producirá jamás semejante información. Pero tan probable es que una política activista basada en informaciones inciertas genere una covarianza reforzadora entre las perturbaciones monetarias y reales, como que genere una covarianza compensadora. En tales circunstancias, un régimen de crecimiento monetario constante se perfila como estrategia óptima de minimización del riesgo en una situación de información incierta y cambiante (Brunner, 1980).

6. Aspectos de la realidad política

Una tercera condición que respalda la conveniencia de los regímenes no activistas entraña consideraciones de economía política. Los defensores de las políticas activistas combinan el supuesto de la información requerida con una teoría del gobierno basada en «la buena voluntad o el interés público». Es posible que acepten el núcleo del análisis económico en relación con los fenómenos del mercado, pero adoptan una visión esencialmente sociológica en relación con el comportamiento de las instituciones ajenas al mercado. Una teoría del comportamiento gubernamental basada en el interés público nos asegura, claro está, que la plena información disponible se utilizará fielmente en beneficio del cuerpo social. La información completa, y una teoría del interés público, son, pues, condiciones suficientes para un régimen activista socialmente productivo. *Pero las observaciones pertinentes desmienten rotundamente ambos componentes de la condición de suficiencia.* La realidad política, en particular, no se puede describir en función de una teoría «del interés público». Las burocracias políticas y los políticos son empresarios en un mercado político en el que la información es costosa. Esos empresarios políticos están muy atados a sus intereses políticos y a su influencia. Sus preferencias propias dominan el esquema de la discreción activista (Brunner, 1983; Cukierman y Meltzer, 1983). Un patrón monetario, y muy en particular

una tasa constante de crecimiento monetario, es una disposición institucional que restringe el comportamiento de las autoridades monetarias. Esa restricción eleva la previsibilidad del régimen y rebaja el nivel de las *perturbaciones* monetarias producidas por una política discrecional incontrolada.

La justificación del patrón monetario es un caso especial de un enfoque más general de la economía política. El análisis de los fenómenos monetarios y «sociopolíticos» está *sistemáticamente* vinculado en la óptica monetarista, y no es producto casual del comportamiento idiosincrásico de Milton Friedman (Tobin, 1981). Ambos campos implican la aplicación sistemática del análisis económico, y muy en particular la percepción unificadora del hombre que subyace al análisis económico (Brunner y Meckling, 1977). Muchos keynesianos, en cambio, recurren a una visión sociológica implícita a la hora de abordar aspectos de la economía política. Es frecuente que «expliquen» el enfoque monetarista de la economía política de una sociedad como expresión de un compromiso «ideológico» o de una idiosincrasia personal. Esa «explicación» no hace sino reflejar que no reconocen lo que es una cuestión esencialmente *cognitiva,* a saber, que al menos los monetaristas intentan ofrecer un marco sistemático y unificado para la comprensión de la realidad social.

III. LOS MEDIOS DE COMUNICACION Y EL MERCADO POLITICO

Durante el pasado año, las «voces del fracaso» han dominado cada vez más las noticias. Se afirma, por diversas razones, el fracaso del «monetarismo». Pero la lista de censuras y objeciones al monetarismo que presentan los «partidarios de la oferta», los keynesianos o los socialistas no muestra un esquema coherente. No se dirigen sistemáticamente contra el núcleo central del análisis monetarista, ni contra las declaraciones publicadas de los monetaristas. Un libro recientemente publicado, escrito por un hombre de negocios, podría servir de ejemplo de estas acusaciones de presunto fracaso. Para el autor, los monetaristas «presentan un diagnóstico extraordinariamente acertado de las causas profundas de la inflación»; pero le parecen «bastante ineficaces en sus esfuerzos por contenerla sin traumas excesivos e innecesarios» *(Wall Street Journal,* 4 de enero de 1983, pág. 29). Las lamentaciones de fracaso que se oyen en la escena pública se ajustan a un patrón repetido. O bien, como ocurre con frecuencia, se deja en penumbra la naturaleza del fracaso o el criterio con que se mide, o bien se afirma con referencia a un estado ideal que no viene al caso, o sin un examen adecuado de datos cruciales o comparaciones importantes que aluden a las recesiones recientes (5). De todos modos, en muchas alusiones y acusaciones de fracaso intervienen cuestiones ligadas al análisis monetarista. En los apartados siguientes voy a examinar las afirmaciones más comunes, y su relación con enunciados monetaristas. Este examen parece particularmente importante, porque pocas veces o ninguna se confirma el supuesto fracaso al confrontar el análisis monetarista subyacente con los datos pertinentes.

1. La recesión de 1981-82

a) *El fracaso que no fue tal y el éxito que sí lo fue.* En marzo de 1981, el Shadow Open Market Committee examinó las perspectivas de futuro de la economía estadounidense. Los miembros del comité sostuvieron, entonces y durante la primavera y el verano siguientes, que el desplazamiento hacia una política monetaria antiinflacionista manifestado por una desaceleración (en promedio) del crecimiento monetario daría lugar a una recesión en 1981. Pronosticaron también una reducción mayor de la inflación en 1982 que la que pronosticaba el consenso general, y una tasa de inflación menor para los últimos meses de 1982 que en casi todas las demás previsiones. Algunas de las voces que coreaban el «fracaso» del monetarismo en 1982 no se daban cuenta, ni siquiera a finales del verano de 1981, de la nueva orientación que estaba tomando la economía con la política monetaria adoptada por la administración Reagan. El paso de un crecimiento monetario acelerado a un crecimiento más lento hacía (casi) inevitable una recesión. El Shadow Open Market Committee, además, criticó públicamente las previsiones optimistas publicadas por el gobierno a comienzos de 1981 y en 1982.

Los hechos ciertamente vinieron a confirmar las estimaciones del SOMC en todos esos aspectos. Pero los medios de comunicación no se hicieron eco de esa confirmación, antes bien hablaron de una recesión «imprevista, no anunciada» que aparecía inopinadamente en el horizonte económico, y la atribuyeron a políticas «monetaristas». Esas políticas eran efectivamente causantes de la recesión, como nosotros habíamos anticipado. Pero para los informadores el *hecho* mismo de la recesión era una prueba flagrante, inmediata y directa del fracaso del monetarismo. A sus ojos, no cabía jamás adoptar una política que comportase un riesgo de recesión y aumento del desempleo. Huelga decir que semejante visión está viciada de principio. Reacciones emocionales aparte, el análisis podía seguir siendo correcto, y hasta la política correspondiente podía ser la mejor elección posible en una situación muy mala. El hecho de que se produzca una recesión no puede respaldar, por sí solo, la tesis de un fracaso del monetarismo. Aun así, algunos keynesianos y partidarios de la economía de la oferta cerraron también filas para impugnar la «necesidad» de una recesión.

b) *La versión de los «ofertistas».* Algunos «ofertistas» no tenían el menor interés en alterar el curso de la política monetaria. Al parecer, no juzgaban que un crecimiento monetario más lento fuera condición necesaria para reducir la inflación. Al contrario, sostenían que un ritmo elevado de crecimiento monetario determinaría un incremento próximo al 13 por 100 anual en el PNB nominal. La inflación se podría reducir «sin lágrimas» (sin recesión) mediante los incentivos del lado de la oferta liberados por una menor presión fiscal sobre los individuos y las empresas. Se esperaba que unos tipos impositivos más bajos elevaran la tasa de crecimiento real, y redujeran de ese modo el margen de inflación para una tasa dada de aumento del PNB nominal. Se *requería,* de hecho, cierta *aceleración* monetaria para facilitar la expansión del producto esperada. Y se pensó, por lo tanto, que el control del crecimiento monetario a lo largo de una senda decreciente ponía en peligro los resultados prometidos por los defensores de la oferta.

Si hubo «fracaso», estuvo en los milagrosos efectos sobre el producto que prometía la visión «ofertista». Pero esa visión era muy incompleta. Es verdad que los programas de gasto y las políticas de regulación suscitan respuestas importantes del lado de la oferta, que configuran el comportamiento del producto normal: efectos sistemáticamente descuidados en la visión que pintaban algunos partidarios de la oferta.

Pero ni siquiera una exposición completa y bien hecha de los efectos de elevación del bienestar derivados de las respuestas de oferta, de resultas de un cambio radical en la política fiscal (incluidos los programas de gasto y fiscales), anularía la importancia de un crecimiento monetario descendente como instrumento de la política antiinflacionaria, como parecían creer algunos «ofertistas».

c) *La argumentación keynesiana.* La objeción keynesiana a la política antiinflacionaria monetarista, que ha tenido su mejor portavoz en James Tobin, se centra en el coste social de esa política. Tres son los elementos que componen la afirmación keynesiana del «fracaso del monetarismo». Uno son las acusaciones de Tobin (1981) de que «la propaganda monetarista» prometía una *transición sin coste alguno* a un mundo no inflacionario, sin otro instrumento que el control monetario. El segundo elemento subraya el nivel desorbitado de los costes sociales que toda estrategia desinflacionaria de control monetario lleva aparejados, en comparación con los costes sociales de una inflación permanente. Tobin dio forma gráfica a esta idea al hacer hincapié en la cantidad de «triángulos de Bailey» que caben en una «brecha de Okun». El tercer elemento es el de que una política desinflacionaria monetarista complementada con una «política de rentas de base fiscal» rebajaría sustancialmente el coste social de la transición.

De la primera de esas afirmaciones hay que decir que es un curioso invento, que distorsiona totalmente las tesis monetaristas sobre los costes sociales de la desinflación, tesis que el SOMC ha expuesto con coherencia.

El análisis monetarista, sin embargo, difiere del análisis keynesiano en cuanto a las condiciones que gobiernan el coste social de la desinflación. La visión keynesiana de un proceso inercial de precios-salarios inserto en el propio tejido social, más allá de la posible influencia de uno u otro régimen monetario, necesariamente tendrá que atribuir un coste social elevado a *cualquier* política desinflacionaria. Lo uno irá con lo otro, independientemente de la historia de las políticas monetarias y del modo de aplicación del cambio de marcha. Los argumentos monetaristas, en cambio, hacen hincapié en la importancia de la credibilidad de los «anuncios desinflacionarios». La credibilidad depende, al menos en parte, de la historia de las políticas seguidas y del comportamiento de la institución que las dicta. Un nivel bajo de credibilidad ofrece escasos incentivos para alterar la pauta de determinación de precios y salarios, y el coste social de la desinflación aumenta en consecuencia. Según el análisis monetarista del mecanismo de transmisión, el coste social de una política desinflacionaria no está predeterminado ni por la magnitud ni por la duración de la desaceleración monetaria. Puede variar sustancialmente incluso entre episodios que presenten un mismo cuadro de desaceleración. El coste social depende decisivamente de la confianza del público en la continuidad de la acción desinflacionaria.

El segundo ingrediente de la objeción keynesiana compara los costes de una inflación continuada y permanente con la pérdida de producción ligada a un proceso desinflacionario. Pero la realidad de una política de inflación permanente incluye fases intermitentes y pasajeras de políticas «antiinflacionarias» (piénsese en 1969, 1971, 1974-75, y ahora posiblemente 1981-82). La comparación pertinente, pues, sería la del coste social de una única desinflación, por una parte, y, por otra, el valor descontado de los costes sociales ligados a una serie de fases desinflacionarias en el futuro. Este aspecto se ha subrayado repetidas veces en informes preparados para el SOMC. La teoría del gobierno o de las instituciones «del interés público» que orienta gran parte del pensamiento keynesiano puede influir sutilmente en el carácter de la comparación que se establezca. Una política de expansión monetaria permanente, desarrollada de conformidad con el «interés público» expresado por una función de coste social, seguramente se traduciría en una inflación constante (6).

Según el tercer argumento, se acusa a los monetaristas de oponerse a los controles de precios y salarios por motivos esencialmente ideológicos, sin atender a las razones de cada caso en particular. Una interpretación caritativa de tales «condenas ideológicas» las atribuiría a no haber sabido reconocer la diferencia en la *teoría* subyacente de la economía política. La propuesta que hace Tobin de suplementar la política monetaria antiinflacionaria con una política de rentas parece estar condicionada por dos componentes relacionados de su visión de la economía política. Uno de esos componentes es el proceso inercial de precios-salarios, y el otro es la teoría del interés público como motor del gobierno. El primero, en contraste con la posición keynesiana de los años cincuenta y primeros años sesenta, atribuye ahora a los impulsos monetarios un papel dominante, y bastante duradero, con respecto a los movimientos de la producción. Las desaceleraciones monetarias (¿incluso si se acompañan de «recortes fiscales masivos»?) determinan una gran pérdida acumulativa para la producción, pérdida que se puede reducir mediante controles de precios. El segundo componente —el de que este aparato institucional funcionará únicamente para el propósito que se persigue, y será disuelto una vez satisfecho ese propósito— está asegurado por la teoría del interés público de los procesos políticos. Pero el análisis de la economía política de una sociedad, que aceptan por lo menos algunos monetaristas, arroja una valoración distinta. Implica que, independientemente de cuál sea la motivación oficial que lleva a establecer controles de precios, su actuación sólo se orienta de manera marginal al problema de la inflación. El aparato de control de precios estará dominado por grupos que buscan una redistribución de la riqueza. Además, la realidad política no anima a esperar que el sistema de control de precios, una vez instaurado, llegue a ser desmantelado algún día. El análisis «monetarista» reconoce, pues, los costes sociales legados a los «controles de precios suplementarios», que algunos keynesianos no reconocen.

Desde su constitución en septiembre de 1973, el SOMC expresó su preocupación por el coste social de los programas antiinflacionarios. Esa preocupación, unida a la recomendación de políticas previsibles y minimizadoras del riesgo, ha hecho que el SOMC insistiera cada vez más en la «institucionalización» de la política monetaria, en contraste con los caprichos y los juicios poco fundados de personas concretas investidas de un poder decisorio «discrecional».

2. El nivel alto y la volatilidad de los tipos de interés

El comportamiento de los tipos de interés ha atraído la atención del público durante los tres últimos años, y ello por buenas razones. Los tipos, tanto nominales como reales, han alcanzado niveles nunca vistos. Su varianza a lo largo de todo el espectro de la curva de rendimientos carecería de precedentes en el pasado. Estos hechos se han atribuido en general, no sin un cierto

apoyo de las autoridades del Federal Reserve, al cambio de políticas anunciado oficialmente el 6 de octubre de 1979. En la «conversión al monetarismo» del *Fed* se ha querido ver la causa de los niveles elevados y cambiantes de los tipos de interés. La tradición intelectual del *Fed*, anclada en un paradigma IS-LM estándar, respalda esa visión (Board of Governors, 1981). El marco IS-LM implica, como se demuestra en las actuaciones orientativas del *Fed*, una relación de sustitución entre la varianza del crecimiento monetario y la varianza de los «tipos de interés» representados por un tipo único. De ese modo, el «fracaso del monetarismo» se hacía claramente visible: los tipos de interés «se desmandaron» *después* de que el *Fed* instituyera una política «monetaria» del control monetario. *Post hoc ergo propter hoc.*

Las siguientes preguntas exigen nuestra atención: ¿Siguió el *Fed* una «política monetarista»? ¿Existe una relación de sustitución entre las varianzas de los tipos de interés y del crecimiento monetario? ¿Una desaceleración monetaria eleva sistemáticamente los tipos reales de interés a lo largo de un período prolongado?

La primera pregunta la estudiaremos más adelante en un contexto más amplio, pero ya desde aquí podemos hacer algunos comentarios. Para darle una respuesta fiable haría falta, por supuesto, algún punto de referencia sobre qué es una «política monetarista». Lo tenemos, afortunadamente, en los criterios de Milton Friedman, en mi artículo sobre la elaboración de políticas monetarias (1981) y en las declaraciones de posición *(positions papers)* presentadas por el SOMC a lo largo de los últimos ocho años. En varias ocasiones, el SOMC ha llegado a exponer con cierto detalle el procedimiento táctico que se ha de seguir en la aplicación de una política de control monetario eficaz y fiable. Y el mismo SOMC ha señalado, además, cada vez con mayor énfasis, que los aspectos tácticos, aun siendo necesarios, no bastaban. Había que integrarlos dentro de una concepción estratégica expresada por la «institucionalización» de la política monetaria que significaba la elección de una norma. Lo que los miembros del SOMC preconizaban era la elección de una norma constante del crecimiento monetario. Vista con respecto a ese punto de referencia, es poco lo que de «contenido monetarista» le queda a la política del *Fed*. Lo que queda es la *retórica* del señalamiento de objetivos monetarios, y el descenso medio observado del crecimiento monetario estadounidense desde finales de 1979 hasta el verano de 1982. Desde 1979 hasta el verano de 1982, la concepción estratégica que se expresaba en la obstinada adhesión del *Fed* a una política discrecional (Brunner, 1983) persistió, con una diferencia insalvable respecto de las ideas monetaristas. Y los procedimientos tácticos preferidos por el *Fed* persistieron igualmente. Para los medios de comunicación quizá sea difícil detectar y valorar ese hecho sustantivo oculto tras la retórica; pero cualquier comparación del historial del *Fed* con el material que ofrecían los monetaristas brinda escaso fundamento para responder afirmativamente a la primera pregunta.

Las respuestas alternativas a las dos siguientes están decisivamente condicionadas por el paradigma intelectual que domina la visión keynesiana, visión bien representada por el marco IS-LM y su caracterización del mecanismo de transmisión. Pero una respuesta afirmativa a los interrogantes segundo y tercero parece difícil de conciliar con dos observaciones importantes que han salido a primer plano en los últimos tres años. Primera, que *no* ha habido una relación de sustitución entre las varianzas del crecimiento monetario y de los tipos de interés; ambos han aumentado a la vez. Segunda, los movimientos entre tipos de interés, sobre todo el espectro de la curva de rendimientos, han sido más altos que nunca. El primero de estos hechos descarta inmediatamente la implicación del modelo IS-LM estándar. El segundo no es congruente con la tesis de que el *Fed* persiguiera una política antiinflacionaria de control monetario que hubiera logrado un nivel sustancial de credibilidad. Semejante política habría generado, como mucho, una cierta variabilidad en el extremo *más corto* de la curva de rendimientos, con una correlación que desaparecería a lo largo de la curva (declaraciones de posición del SOMC; Brunner y Meltzer, 1983). El análisis IS-LM no recoge ciertos aspectos de la estructura a plazo y su interacción en respuesta a las *perturbaciones* transitorias y permanentes. Tomándolo como base no se pueden entender los acontecimientos observados desde 1979.

La respuesta a la última pregunta depende, análogamente, de la visión que se tenga del mecanismo de transmisión. Un modelo IS-LM estándar nos dirá que toda desaceleración del crecimiento monetario eleva los tipos reales de interés durante largo tiempo. Las propiedades inerciales del sistema aseguran ese resultado. El análisis monetarista más antiguo implicaba un efecto *temporal* concentrado sobre todo en los tipos *a corto*. Incluso esta posición «moderada» está siendo cada vez más atacada por economistas aparentemente «neutrales» (Mishkin, 1981; Shiller, 1980). La tesis de que la desaceleración monetaria genere tipos reales de interés *persistentemente* elevados (a corto y largo plazo) no tiene apenas confirmación empírica. ¿Cómo se explica, entonces, el comportamiento de los tipos? El SOMC ha ofrecido una respuesta provisional que concuerda con los datos de los tres últimos años: fueron la *baja credibilidad* y la *incertidumbre difusa* asociadas a las políticas financieras las que generaron una prima de riesgo elevada y volátil que vino a integrarse en los tipos reales de interés bruto (Brunner, *Shadow position paper,* 1981-82). Un estudio teórico y empírico detallado corrobora ese análisis (Mascaro y Meltzer, 1983).

3. La «definibilidad» y controlabilidad del dinero

La reglamentación y la inflación alientan las innovaciones financieras, innovaciones que modifican la composición del «dinero» y quizá alteran las relaciones de sustitución existentes entre los activos financieros que son dinero y los que no lo son. Ha sido todo un coro de voces el que durante los últimos tres años ha afirmado que las innovaciones financieras habían destruido el concepto de dinero, que lo habían hecho indefinible o inconmensurable, o mensurable sólo con un gran margen de error. El control monetario habría pasado así a ser imposible o sumamente incierto, y obsoletas las «ideas monetaristas».

El hecho de la innovación es incontestable. Pero la innovación financiera no es una experiencia nueva; fue característica de los años cincuenta, en los que las participaciones en entidades de ahorro crecieron mucho más deprisa que el *stock* de dinero (¿se acuerdan de Gurley y Shaw?). Por sí sola, la constatación de la innovación financiera dice muy poco. No determina ni la indefinibilidad ni la inconmensurabilidad del dinero, ni dice que la oferta de dinero sea incontrolable, ni, si es controlable,

que su control sea oportuno o no. Este conjunto de problemas requiere una consideración bastante más detenida de la que, al parecer, se estaba dispuesto a darles en las informaciones servidas al público.

Atendamos primero a la afirmación, tan alegremente hecha, de que no sabemos (!) lo que es el dinero, o que el dinero y el crédito carecen de características propias. Este punto abarca tanto la definición del dinero como su medición; del no distinguir entre ambas cosas se siguen muchas confusiones. La innovación financiera no afecta a la definición del dinero, pero sí requiere ajustes en los procedimientos de medición. La definición sigue siendo básicamente la misma: dinero es todo aquello que se utiliza con gran asiduidad para efectuar transacciones, es decir, como medio de cambio generalmente aceptado. La idoneidad de esta definición descansa en dos observaciones. Primera, que en casi todas las sociedades existe un pequeño grupo de bienes o de activos que satisfacen este criterio de fungibilidad *general,* en contraste con casi todos los demás activos, y, segunda, que los agentes económicos no se comportan aleatoriamente con respecto a los «activos que dominan en las transacciones» y otros activos. Con las innovaciones que se van produciendo a lo largo del tiempo cambia la lista de bienes que satisfacen la condición establecida en la definición. Esa lista se ha visto, efectivamente, afectada por los acontecimientos recientes, y el *Fed* ha ajustado los procedimientos de medición, como habrán de ser ajustados intermitentemente en el futuro.

Toda medición, por mucho que se aproxime a la definición, entraña un error. Es indudable que tales errores se deslizaban en las medidas del M-1 y del M-2 ya a finales de los años setenta. No se ha aducido, sin embargo, ninguna demostración de error de bulto en las medidas de esas magnitudes correspondientes a los tres últimos años, mientras que el error del ya desaparecido M-1A debía de ser bastante grande. Es interesante observar que aquellos para quienes el dinero es indefinible e inconmensurable no vacilan en utilizar el IPC o componentes de las cuentas nacionales que probablemente encierran errores de medida mucho mayores.

Habría que subrayar que un error de medida constante o proporcionado no plantea ningún problema para el control monetario. A un error de medida volátil, unido a una serie de otras condiciones, se achaca, en cambio, el haber rebajado o destruido la controlabilidad del dinero. Si así fuera, el resultado se revelaría en el comportamiento del multiplicador monetario. En particular, una menor controlabilidad del crecimiento monetario implica que el proceso estocástico que rige el multiplicador monetario haya cambiado en los últimos años. Ese cambio rebajaría su previsibilidad, o elevaría la varianza del error de previsión del multiplicador.

Desde hace cinco años James Johannes y Robert Rasche vienen preparando previsiones *ex ante* del multiplicador monetario para cada sesión semestral del SOMC (7). El esquema acumulativo de errores en las previsiones no da pie a afirmar que la controlabilidad se haya reducido. Al contrario, esos esquemas corroboran la tesis monetarista de la controlabilidad con un pequeño margen de error en el plazo de un año. Esa controlabilidad está, asimismo, confirmada por los estudios orientativos del Board of Governors (1981).

Se ha cuestionado la pertinencia de la controlabilidad del crecimiento monetario, señalando que las innovaciones financieras habían modificado el comportamiento de la velocidad de circulación. El nexo entre el dinero y la renta nacional que expresa la velocidad, se ha dicho, ha perdido nitidez en los últimos años. ¿Ha cambiado en ese tiempo el proceso estocástico que controlaba la velocidad? Algunos estudios preliminares de series temporales descritos en documentos recientes del SOMC aportan dos estadísticas cruciales. La estimación tendencial aumentó un poco durante los años setenta, en comparación con décadas anteriores. Pero esa apariencia de una tendencia creciente es muy débil. Los intervalos de confianza, de un 95 por 100, de los parámetros de tendencia derivados para las décadas de 1950, 1960 y 1970 se solapan. El solapamiento es congruente con la hipótesis de que el parámetro de tendencia se mantuviera inalterado. Ahora bien, ni siquiera una tendencia al aumento plantearía problemas reales para la pertinencia del control monetario. A este respecto tiene más interés la varianza de la innovación que expresa cambios imprevistos en la velocidad de diversos agregados monetarios. La varianza de las innovaciones en velocidad de la base monetaria y velocidad del M-1 medidas a lo largo de los años setenta no excede del nivel calculado para los años cincuenta, mientras que la varianza de la innovación en la velocidad del M-2 subió ligeramente en la década de 1970. Además, las proyecciones de las innovaciones a 1980 y 1981, más allá del período de muestra (que acaba a finales de 1979), no arrojan pautas sustancialmente inverosímiles (un máximo, pongamos, del 5 por 100) según la hipótesis mantenida de un proceso estocástico invariable. Los cambios introducidos en la regulación durante el invierno de 1982-83 pueden afectar a la velocidad y modificar permanentemente su nivel, tendencia o varianza. Ninguna de las dos primeras modificaciones plantearía problemas para la adopción de políticas monetarias a largo plazo, una vez que se detectara la pauta; y los ajustes especulativos durante el período de transición, con un grado notable de ignorancia, no ofrecen ninguna seguridad de «acciones estabilizadoras». Supongamos, además, que en algún momento se confirmara que el nexo entre el dinero y la renta nacional «se estaba debilitando», y que la varianza de la innovación estaba aumentando significativamente. De ese hecho no podríamos deducir racionalmente que fuera inútil el control monetario, y concretamente el control de un crecimiento monetario constante. Una política discrecional probablemente generaría una mayor varianza de innovaciones monetarias, con una improbable covarianza compensatoria (es decir, negativa) entre las innovaciones que se producirían en caso contrario (Brunner, 1983). La opción bienintencionada por los «ajustes flexibles» no garantiza el conocimiento seguro que se requiere para tener éxito con políticas activistas. De la acciones flexibles, muy dependientes y sensibles a las informaciones equivocadas y las suposiciones especulativas, no se puede esperar que reduzcan la varianza de la demanda nominal agregada. El hecho, en fin, de que un recorrido al azar se aproxime mucho a la velocidad implica que las políticas discrecionales orientadas a compensar los cambios de velocidad observados o previstos seguramente elevarán, por término medio, la variabilidad de los cambios en el PNB nominal.

4. Norma monetaria y estándar monetario

Algunos «ofertistas» han demostrado una inventiva notable para vender su producto. Conforme su versión basada en los recortes fiscales iba per-

diendo fuerza, trasladaron la atención a los problemas monetarios. Sostuvieron que el «patrón oro» o las normas de precios brindaban medios mejores para exorcizar a la vez la inflación y la deflación que la insistencia de los monetaristas en «el lado de la cantidad». Yuxtaponían la «calidad» del dinero a su «cantidad».

a) *Calidad frente a cantidad de dinero.* Se presentó la «calidad del dinero» como respuesta al problema de la inflación. Para acabar con la inflación no hacía falta controlar la cantidad de dinero, con el consiguiente peligro de recesión; lo único que había que hacer era mejorar la *calidad* del dinero, y la inflación cesaría. Y la manera de mejorar radicalmente esa calidad era instaurar un patrón oro. El «patrón oro» asegura la «calidad del dinero», que estabiliza el nivel de precios.

Elevar la calidad únicamente puede significar, al menos en el contexto del análisis económico, un aumento de la demanda de dinero. Ese aumento se produce de resultas de la instauración de un patrón oro que genera expectativas de estabilidad en el nivel de precios. Este nivel se acomoda, naturalmente, a la interacción entre la oferta y la demanda de dinero. En este contexto quizá no esté de más señalar que los monetaristas fueron los pioneros en casi todos los estudios empíricos de la demanda de dinero. Un aumento importante de la demanda de dinero en relación con el crecimiento monetario amortiguaría, en efecto, la inflación *temporalmente* y rebajaría el *nivel* de los precios permanentemente. Aun así, el elevar la «calidad del dinero» en ese sentido, *al margen de* cuál sea el comportamiento del crecimiento monetario, no garantiza un nivel de precios estable. Las autoridades responsables tendrán todavía que controlar la magnitud del crecimiento monetario.

b) *El patrón oro.* Con sólo invocar la «calidad» no se justifica el patrón oro; debe servir también para contener el crecimiento monetario. Sin una contención efectiva no habrá expectativas de estabilidad en el nivel de precios y «salto de calidad». Pero ni siquiera con un salto de calidad se elimina la necesidad de una contención monetarista fiable y persistente. El «salto de calidad», en el mejor de los casos, ocurre una sola vez, mientras que la inflación depende de la pauta de crecimiento monetario *persistente*.

Un repaso de la polémica sobre el patrón oro, ya sea en los medios de comunicación o en el mercado político (Gold Commission), resulta poco ilustrativo. Los partidarios del patrón oro se expresan en términos muy vagos en cuanto a sus dispositivos institucionales, y tampoco aclaran cómo funcionarían dichos dispositivos para limitar el crecimiento monetario, en promedio, a un nivel no inflacionario. Algunos proponentes visualizan el patrón oro como definición de la *unidad de cuenta* en términos de una cantidad de oro. El cómo esa especificación pueda afectar a las transacciones, y por lo tanto al comportamiento del *stock* de dinero y al nivel de precios, sigue siendo una incógnita.

c) *Las normas de precios.* El desastre político de la versión «ofertista» aconsejaba alguna acción diversiva en el mercado de los medios de comunicación, y ello se logró con la promesa de que un patrón monetario anclado de alguna forma a los precios seguramente mejoraría nuestras perspectivas económicas. Unos afirmaron que había que ajustar el crecimiento monetario inversamente al movimiento del precio del oro; otros abogaron por una norma conforme al índice general de precios o a un índice de precios de productos sensibles. Esas propuestas no procedían de un análisis detenido de sus consecuencias. Jamás se presentó un análisis de apoyo en un contexto profesional, ni se aludió a él. Bastan algunos sondeos analíticos para establecer sin lugar a dudas que una norma de precios del tipo propuesto, y basada en un índice general, produciría una deriva no estacionaria del nivel de precios; no aseguraría el predominio (en promedio a lo largo del tiempo) de un estado no inflacionario. El empleo de normas de precios basadas en grupos de precios específicos agravaría realmente la situación: las perturbaciones de asignación o reales que afectasen a la posición relativa de esos grupos se traducirían entonces en perturbaciones monetarias que agravarían la deriva del nivel de precios general. Quizá sea oportuno recordar en este punto que el régimen de crecimiento monetario constante lleva en sí una norma de precios *indirecta*. La cota que orienta la elección de crecimiento monetario se establece con vistas a asegurar un nivel de precios estable en promedio, pongamos a lo largo de cuatro años. Depende, por consiguiente, de las tendencias de la velocidad y de la producción normal. La diferencia crucial entre esta «norma de precios indirecta» y la «norma de precios directa de los ofertistas» es ésta: la segunda supone una realimentación activista a corto plazo desde los movimientos de medidas de precios concretos, mientras que la primera desecha esa realimentación y sólo modifica la cota ante pruebas seguras de que ha habido cambios *permanentes* en los determinantes subyacentes.

5. Observaciones generales sobre la naturaleza del debate

Las cuestiones vistas hasta aquí se referían todas a problemas empíricos. Cualquier respuesta que se les dé puede, en principio, ser falsa. Concretamente, el análisis monetarista podría ser empíricamente insostenible, pero también podrían serlo las posiciones de sus críticos. Pero yo no deseo centrar mi intervención en el debate en la corrección o falsedad empírica de las afirmaciones hechas; quiero insistir más bien en la calidad de los argumentos puestos en juego. Esos argumentos no son propios de profesionales. El nivel de lenguaje impresionista que de vez en cuando aparece en ellos es el que cabría esperar de miembros del club de la tierra llana: con argumentos parecidos se podría demostrar «concluyentemente» que el sol da vueltas alrededor de la tierra o que el universo vuelve a ser creado al comienzo de cada milenio. Quizá donde mejor se manifieste la calidad de la argumentación típica sea en las discusiones en torno a la definibilidad, mensurabilidad y controlabilidad del dinero (8).

Mi introducción al presente trabajo sugiere quizá que no sería justo criticar los ejercicios lingüísticos que se cultivan en la palestra pública. El hecho es que pueden ser muy ingeniosos y refinados, y estar muy bien escritos, pero no es raro que revelen, a pesar de su dominio de la lengua, un grado notable de desconocimiento de la lógica. Por otra parte, ¿sería de esperar que en la palestra pública se dé gran importancia a las cuestiones cognitivas? Frank Knight pareció expresar ciertas dudas a este respecto en su alocución presidencial ante la American Economic Association en diciembre de 1950.

IV. EL MERCADO ACADEMICO

No hay una divisoria neta entre el mercado político y el mercado acadé-

mico. Para lo que aquí nos interesa, sin embargo, puede servir un criterio sencillo. En esta parte del artículo haré uso de argumentos que se han presentado en medios profesionales. Dos textos constituirán mi material, uno de Harry Johnson leído hace más de diez años ante la American Economic Association (1971), y un artículo de James Tobin donde se hace una valoración de la contrarrevolución monetarista (1981). Dividiré mi exposición en cuatro secciones.

1. «Monetarismo» y monetarismo

a) *Un enfoque distorsionado.* La conferencia Richard T. Ely dada por Harry Johnson ante la American Economic Association sobre «La revolución keynesiana y la contrarrevolución monetarista» trataba el problema de los paradigmas cambiantes, y en particular las condiciones que favorecen la «comercialidad» de un paradigma nuevo. Entre esas condiciones, Johnson concedía especial peso a la existencia de un problema socioeconómico dominante. En su opinión, la comercialización de la revolución keynesiana se vio facilitada por el desempleo masivo, mientras que a la comercialización de las ideas monetaristas contribuyó el deslizamiento progresivo hacia una inflación aparentemente permanente. Es posible que Johnson intuyera acertadamente las condiciones favorables a las ideas monetaristas, pero yo creo que su argumentación, que pronosticaba la victoria a largo plazo de las ideas keynesianas, se centraba en unas condiciones equivocadas. Pero esa cuestión puede quedar en suspenso por el momento.

La argumentación de Johnson, independientemente de su verdad o falsedad, contribuyó a difundir una visión limitada del pensamiento monetarista, que abarcaba poco más que el dinero, la inflación y algunos aspectos técnicos del diseño de políticas monetarias. Tobin refuerza esencialmente esa visión cuando se lamenta de que Friedman se volviera «exclusivamente monetarista» después de haber publicado «A Monetary and Fiscal Framework for Economic Stability» (1948), que era una obra de más amplias miras. Por desgracia, esa atribución es una grave deformación de las ideas monetaristas que se ofrecieron como alternativa a la visión keynesiana con respecto a las cuestiones socioeconómicas y socio-políticas *en su conjunto,* al margen de cuál fuera la dimensión que resultase más atractiva al mercado. El panorama general de la sección II tenía por objeto poner de relieve este aspecto. A continuación desarrollaremos varios puntos de este panorama más amplio, relativos a críticas concretas hechas por Tobin.

b) *El mecanismo de transmisión.* Bajo este epígrafe aparecen dos cuestiones: las respuestas precios-producción de las perturbaciones nominales y el papel de los mercados de activos. Tobin (1981) plantea la primera con la aseveración de que los monetaristas «eliminaron por definición» el problema de la «ecuación perdida» y «evitaron el complicado trabajo de fondo en el que Johnson esperaba que perdieran su identidad» (pág. 37). Repite así, al cabo de diez años, la opinión de Johnson en el sentido de que los monetaristas habían declinado la «responsabilidad de explicar la división de los efectos del cambio monetario entre los movimientos de los precios y la cantidad» (página 10).

En la valoración de Johnson faltaban algunos elementos importantes del pensamiento monetarista. Pero el que Tobin repita la misma afirmación sin tener en cuenta, al parecer, veinte años de debate profesional es, por no decir otra cosa, francamente llamativo. La previsión de Johnson acerca de la «pérdida de identidad» se vio desmentida por la experiencia posterior, y revela, una vez más, ese enfoque distorsionado de la estructura de la visión monetarista que ha oscurecido su empuje central *cognitivo.*

1. *La «ecuación perdida» y el desempleo.* El análisis monetarista presentaba una imagen del mecanismo de transmisión centrada en la interrelación de los precios relativos en los mercados de activos y de producción. Las respuestas de oferta formaban así parte integrante del principio de que el dinero sustituye a todos los bienes en todas las direcciones. En ese principio iba implícita la tesis monetarista sobre las respuestas de los precios y de la producción, formulada a comienzos de los años sesenta: el crecimiento monetario persistente determina aproximadamente el movimiento del nivel de precios, y la aceleración (o desaceleración) monetaria condiciona los movimientos de la producción en relación con la producción normal. Esta tesis ha resistido los acontecimientos de las últimas décadas bastante mejor que la curva de Phillips keynesiana, con su negación implícita de un nivel normal de la producción o su negación explícita (concomitante) de la tesis aceleracionista. Subsiguientemente, el desarrollo del análisis de las expectativas racionales, del que fueron pioneros Jack Muth y Robert Lucas, vino a suministrar un enfoque analítico que reforzaba la idea original; ofrecía, en el sentido del lógico, una explicación detenida del *explicandum* inicial. Nada autoriza a pensar que ese enfoque analítico dependiera del supuesto estándar del vaciado del mercado.

El comentario reciente de Tobin parece todavía más curioso si se contrasta con el debate sobre el monetarismo que hubo a mediados de los años setenta. Tobin fue autor, con Willem Buiter, de un artículo donde se «eliminaba por definición» todo problema de nivel de precios (Tobin y Buiter, 1976). Brunner y Meltzer, a la inversa, integraron en el análisis las respuestas de producción *y* de nivel de precios (Brunner, 1976; Brunner y Meltzer, 1976). En su análisis se declaraban también las condiciones en las que las perturbaciones serían plenamente absorbidas por el nivel de precios, o en parte por la producción. En 1970 se presentó, en la primera Conferencia de Constanza, la primera formulación completa de esta interacción de precios-producción y mercado de activos (Brunner y Meltzer, 1972).

No se trata de culpar a Johnson por no haber previsto perfectamente el futuro, pero Tobin sí debería haber interpretado mejor el pasado. Los monetaristas llevaron a cabo trabajos empíricos detallados sobre el comportamiento de los precios, implícitamente sobre la «división» de las perturbaciones, y explícitamente también sobre las respuestas de la producción; los hicieron economistas del Federal Reserve Bank de San Luis, el grupo de Manchester y un grupo internacional vinculado a Allan H. Meltzer y a quien esto escribe (9). La afirmación de Tobin, lanzada con una ligereza asombrosa, es absolutamente desmentida por los hechos. Lo es asimismo la predicción de Johnson sobre la «pérdida de identidad» que sufriría el análisis monetarista de resultas de trabajar en el problema de las respuestas precios-producción. Esa afirmación revela un sutil error de interpretación en cuanto a la estructura del pensamiento monetarista. La estructura amplia del monetarismo había quedado suficientemente delineada en los escritos mencionados por Johnson, pero él no supo ver las interrelaciones existentes entre elementos cruciales de ese pensamiento, que aquí hemos sintetizado en la parte II.

La estructura básica del pensamiento monetarista define una «identidad de visión» en la que apenas influye el *hecho* del trabajo empírico sobre las respuestas precios-producción. En este contexto, el aspecto decisivo sigue siendo el de que, en contraste con la predicción de Johnson, la atención explícita a las respuestas de precios-producción no hizo sino agudizar la oposición entre las interpretaciones que keynesianos y monetaristas daban del proceso inercial. La evolución del análisis monetarista, incluidos los trabajos extensos más recientes de Milton Friedman y Anna Schwartz, contradicen la conjetura de Johnson. Los acontecimientos subsiguientes contradicen también su pronóstico de que «venceremos la inflación a un coste relativamente bajo, o nos acostumbraremos a ella» (Johnson, 1971, pág. 12). Ni la hemos vencido ni nos hemos acostumbrado. Este dilema, que ya forma parte del proceso político, genera incentivos para persistir en una pauta intermitente de inflación muy *errática* pero *permanente*.

Johnson, con la aprobación de Tobin, menciona el «desempleo masivo» como el problema social que hará irrelevante el pensamiento monetarista. Es un aspecto que hay que sopesar muy detenidamente. En un sentido, según interpreto yo a Johnson, estaríamos de acuerdo. El estado actual de la economía parece corroborar su tesis. Pero es importante tener en cuenta que Johnson se refiere a la comercialidad *política* de las ideas monetarias. «El determinante clave del éxito o del fracaso no está en la esfera académica, sino en el ámbito de las políticas» (1971, páginas 11-12). Ahora bien, la comercialidad política depende muy poco de la pertinencia cognitiva de las ideas que se ponen a la venta. Aparte de la realidad del atractivo político, que puede ser distinto y cambiante, sigue estando en pie la cuestión cognitiva del problema empleo-desempleo. La motivación histórica del análisis keynesiano no otorga ni garantías ni confirmación a su planteamiento del problema del desempleo. Es cierto, como reconocen en general keynesianos y monetaristas, que a comienzos de los años treinta hubo una «deficiencia de la demanda». El reconocimiento de tal problema no respalda, por sí solo, el enfoque keynesiano del desempleo; se puede subsumir dentro de un marco monetarista (Friedman y Schwartz, 1963; Brunner, 1981). La pauta de desempleo, en fin, que se ha configurado durante esta última década en los países occidentales parece escapar, en gran medida, al alcance del análisis keynesiano tradicional. Una proporción importante del desempleo actual [en 1973], y la tendencia creciente que se observa desde hace muchos años, no se pueden interpretar inteligentemente como resultado de una «deficiencia de la demanda». Se trata, esencialmente, de un problema de precios relativos generado por cambios demográficos e institucionales, a los que han venido a sumarse importantes perturbaciones de asignación que han elevado el nivel de desempleo normal. El componente cíclico de desempleo que se le ha superpuesto en los dos últimos años, por otra parte, sí es consecuencia de la desaceleración monetaria. Lo notable desde el punto de vista intelectual en este contexto es la conversión subrepticia de los keynesianos que se revela en su atención «ininterrumpida» a los efectos de una política monetaria restrictiva, y su esperanza de salvación mediante la expansión monetaria. Esa «conversión» pone de manifiesto a la vez su énfasis continuado en procesos inerciales independientes y un cambio notable en su valoración del papel relativo de la política monetaria, en comparación con lo que era en los años cincuenta o sesenta.

2. *Los mercados de activos y el ámbito de sustitución del dinero.* El lector del texto de Tobin encontrará algunos alegatos y comentarios que resultan sorprendentes cuando se los examina teniendo en cuenta la estructura del pensamiento monetarista. «[Los] monetaristas dieron saltos cuantitativos de la teoría general de la selección de activos a proposiciones monetaristas especiales. Por estable que pueda ser «la» función de demanda de dinero, no basta con igualarla a la oferta para describir la totalidad de la economía, si la función contiene más de una variable endógena. El cómo Friedman y Brunner-Meltzer han podido convertir sistemas de ecuaciones con múltiples activos en monetarismo basado en una única ecuación es un misterio insondable para mí.» Y más adelante: «Los macromodelos populares de expectativas racionales, de los que se deducen afirmaciones enérgicas sobre la política económica, están subdesarrollados por el lado financiero. También en ellos se descuida la descripción del proceso de la transmisión monetaria. Suponen un unico M soberano, inespecificado en cuanto a su concepto, propiedades y medidas» (10).

Esas afirmaciones son deformaciones grotescas de los hechos correspondientes del monetarismo. En el repaso de los elementos constitutivos del pensamiento monetarista que hemos hecho en la parte II se hacía hincapié en el papel de un proceso abierto de sustitución del dinero a lo largo de toda la gama de los activos. De ahí nuestra insistencia en pasar más allá del paradigma IS-LM y en subrayar la interacción entre el dinero, los activos financieros que no son dinero y los activos reales. Se demostró que esa interacción altera radicalmente la naturaleza del mecanismo de transmisión, en comparación con las propiedades estándar del modelo IS-LM. En la década de 1960 se hizo ya algún trabajo empírico exploratorio sobre esa base (Brunner y Meltzer, 1966, 1968). En Europa se trabajó más por extenso en la misma línea (Korteweg y van Loo, 1977). La afirmación de Tobin resulta aún más inexplicable cuando se la confronta con su propio trabajo, representado, por ejemplo, por el artículo que escribió conjuntamente con Willem Buiter (1976), presentado a la conferencia de 1975 sobre el monetarismo. Tobin-Buiter presentaban un esquema IS-LM estándar con un nivel de precios fijo (en algunas partes del artículo) y una *única* ecuación de cartera que expresaba los estrechos supuestos de sustitución keynesianos. Brunner-Meltzer, en cambio, argumentaban pormenorizadamente por qué ese «enfoque de ecuación única» de los mercados financieros desvirtuaba el mecanismo de transmisión. En particular, discutían una lista de problemas que quedaban oscurecidos por ese procedimiento *keynesiano*. Es digno de notar que Tobin haya hablado recientemente, en contraste con sus anteriores lealtades keynesianas, de la necesidad de un análisis menos estéril de los mercados financieros (1981). Su comentario de que la literatura sobre las expectativas racionales maneja un «mercado financiero subdesarrollado» pasa por alto el hecho de que esa literatura se mueve dentro del marco que el propio Tobin preconiza enérgicamente, pero añadiéndole una función de oferta.

¿Cuál es el misterio «insondable» que menciona Tobin? El atribuye a los monetaristas «un salto cuantitativo» de la selección de activos a proposiciones monetaristas concretas, o una misteriosa reducción de ecuaciones con múltiples activos a una sola ecuación. Pero este segundo procedimiento es característico de los trabajos keynesianos, no de nuestro análisis con múltiples

mercados de activos, que incluye explícitamente la interacción entre mercado crediticio y mercado monetario. No está claro qué se quiere decir con ese «salto cuantitativo», ni a qué proposición saltan los monetaristas. Ni hay referencias que ayuden al lector, porque en todo el artículo de Tobin no se alude a ningún material de apoyo. Dado que todos nosotros, en nuestros análisis, hemos utilizado sistemas de ecuaciones con múltiples activos, en contraste con el paso habitual de Tobin a un sistema de ecuaciones con un solo activo cuando se trata de la interacción producción-dinero, no alcanzo a comprender la naturaleza del «salto» que se nos atribuye. Una posible interpretación podría ser la de que se refiriese a una «norma monetaria monetarista»; en su caso, la afirmación de Tobin sería de lo más sorprendente. En una conferencia en la que participaba Tobin yo presenté una ponencia en la que se explicitaban las dos condiciones necesarias y suficientes de un régimen activista. La falsedad empírica de esas condiciones zanja la cuestión a favor de un régimen no activista, centrado en una tasa constante de crecimiento monetario (Brunner, 1981). Ese análisis no depende de supuestos concretos sobre selección de activos y demás, pero sí depende decisivamente de la incertidumbre difusa en relación con el detalle de la respuesta de la economía. Muestra que una estrategia minimizadora seguida en esas condiciones proporciona una política de crecimiento monetario constante.

Una última aclaración de una interpretación errónea ya antigua, que el artículo de Johnson venía a reforzar: la exposición que hiciera Friedman de la teoría cuantitativa dentro del marco de una función de la demanda monetaria se ha interpretado con frecuencia como una mera «generalización de Keynes». Esa crítica no repara en el uso que hace Friedman de toda una serie de rendimientos de activos como argumentos de la demanda monetaria. Hay aspectos de la estructura a plazo que se reconocen explícitamente. La formulación de Friedman rechaza, pues, los supuestos keynesianos de sustitución consagrados en los libros de texto. Su formulación no es subsumible bajo una visión keynesiana del mecanismo de transmisión.

c) *Producto normal e impulsos.* Algunos de los argumentos del texto de Tobin se refieren a los temas conjuntos del producto normal y los impulsos esenciales para el análisis monetarista. Leemos: «Con políticas estables, dicen los monetaristas, la propia economía será estable. A las perturbaciones exógenas que no proceden de la política seguida, incluidas las expectativas y *spirits* de los empresarios, se les asigna una importancia empírica bastante modesta» (11). Esto contrasta con otra afirmación en la que se deplora el creciente énfasis en las perturbaciones reales como influencias posiblemente importantes sobre los ciclos económicos. En cuanto a los *«spirits* de los empresarios», los monetaristas dirían que, a falta de una teoría fiable sobre su existencia y comportamiento, difícilmente se podrían encajar esos tipos de perturbaciones reales mediante un «ajuste preciso» de la política monetaria. El «ajuste preciso» en condiciones de ignorancia o incertidumbre plantea la probabilidad de un régimen desestabilizador, cualquiera que sea, por lo demás, el grado de estabilidad dinámica de la economía.

Pero consideremos concretamente la afirmación de que los monetaristas conceden poca importancia a las perturbaciones ajenas a la política económica. Una vez más, la realidad parece ser lo contrario. El SOMC fue uno de los primeros grupos en subrayar, en 1975, que el «salto cuántico» del precio real del petróleo ocasionaba simultáneamente un aumento permanente del *nivel* de precios, un aumento pasajero de la tasa de inflación y una reducción permanente de la producción normal. Tobin niega ese efecto, como ha negado en anteriores ocasiones que el *shock* real de la OPEP ocasionara un descenso grave de la producción normal. Pero dio la casualidad de que fueron los monetaristas quienes hicieron hincapié en el papel de ese *shock* real. Se sigue también que Tobin sobrevalora enormemente la recesión *cíclica* de 1974-1975.

d) *El dinero y la teoría de la oferta monetaria.* Sobre la naturaleza del dinero y la estructura del proceso de oferta monetaria se nos da toda una serie de *obiter dicta*. Tobin se queja de que los monetaristas dejan oscuros y sin examinar «el concepto, la propiedad y la medida» del dinero. «No tenían paciencia [los monetaristas] para definir conceptualmente ese «dinero» en cuya cantidad estaba, según ellos, el futuro de la economía. ¿Qué propiedades de los pasivos pagaderos en la unidad de cuenta son esencialmente monetarios? ¿Qué es lo que caracteriza al dinero?» Prosigue Tobin con otros interrogantes, y remata la serie afirmando que «los monetaristas prefieren no oír estas preguntas». Más allá de la naturaleza del dinero, Tobin aborda la estructura del proceso de oferta monetaria, y argumenta que las oscilaciones fuertes en la demanda de dinero y crédito producen variaciones en el crecimiento monetario. «A veces eran perturbaciones del tipo «IS», cuya acomodación intensificaba el auge o la recesión. Otras eran perturbaciones «LM», que, según el paradigma de William Poole, era preciso acomodar» (12). Sus comentarios sobre el comportamiento cíclico continúan: «La inevitable elasticidad procíclica a corto plazo de la oferta de dinero brinda coartadas fáciles a los monetaristas, que no tienen a su cargo la dirección de un Banco central» (13). Finalmente, señalemos la afirmación de Tobin de que la relación a corto plazo de los valores de M y MV con las reservas bancarias, como demuestran los acontecimientos subsiguientes, no es más estrecha que su relación con el tipo de los fondos de la Reserva Federal (14).

En resumen, el material citado trata de la naturaleza del dinero y del proceso de la oferta monetaria, cuestiones a las que los keynesianos, Tobin incluido, no han aportado gran cosa. Tomemos, por ejemplo, la primera cita, que habla de «concepto, propiedad y medida». Los monetaristas han indagado en esos aspectos, a diferencia de Tobin, que ha comentado ocasionalmente, sin analizar más, las dificultades intrínsecas de diferenciar el «dinero» entre los diversos «activos líquidos». Habría que poner esto en contraste con su empleo de «un solo M soberano» en el contexto de un planteamiento IS-LM. Partimos de la observación de que para la mayoría de la gente no resulta muy difícil distinguir cosas que *son* un medio de cambio de aquellas otras que no lo son. La mayoría de los agentes distinguen fácilmente entre los títulos que representan un crédito y que *no* se usan, en general, para hacer pagos y aquellos que *sí* se usan con ese fin. La capacidad de distinguir se manifiesta claramente en el comportamiento de los agentes, expresado en una sustituibilidad no perfecta entre cosas dotadas de distintas «propiedades de fungibilidad».

Pero hay más que decir en este contexto. Hace más de diez años que Allan H. Meltzer y yo publicamos un artículo sobre el uso del dinero («The Use of Money»: Brunner y Meltzer, 1970). En él se estudiaban las condiciones de una

economía monetaria, y se explicaba el dinero como instrumento social que reduce los costes de información y de transacción. Se explicaban, en particular, la naturaleza de la productividad social del dinero y las consecuencias de la hiperinflación y de la hiperdeflación para la búsqueda de nuevos tipos de dinero. Más tarde, un artículo de Alchian prosiguió la exploración sobre líneas parecidas (Alchian, 1977). Ni Tobin ni los keynesianos, en general, trataron en ningún momento de enfrentarse a la naturaleza (concepto y propiedad) del dinero.

Igualmente dignas de nota son las afirmaciones citadas que hacen referencia al proceso de la oferta monetaria. Tobin parece no darse cuenta de la distancia que hay entre los esfuerzos que los monetaristas han invertido en estudios analíticos y empíricos del proceso de oferta monetaria y el comparativo desprecio del tema en la literatura keynesiana. Su atribución de inevitabilidad a los movimientos procíclicos de la oferta de dinero carece de fundamento en el análisis y en los hechos del proceso de oferta. La tendencia procíclica sistemática es fruto de una política deliberada, o de las elecciones institucionales de los responsables de la política (es decir, de la estructura de los mecanismos de financiación para los bancos). La despreocupada atribución a los monetaristas (¿a cuáles?, ¿al SOMC?) de una búsqueda de coartadas para ocultar el fracaso de «su política» significa pasar por alto los resultados de las previsiones Johannes-Rasche del multiplicador monetario. Esas previsiones arrojan errores no correlacionados serialmente, y demuestran que el control monetario, dentro de una banda de dos puntos porcentuales en torno al objetivo señalado, es perfectamente factible en un año. Los estudios monetaristas han proporcionado datos importantes sobre el papel del Banco central, del público y de la banca en el comportamiento del crecimiento monetario y la tasa de crecimiento del crédito bancario. Ese análisis establece que, en ausencia de una política de los tipos de interés, las perturbaciones en la demanda de dinero ejercen un efecto desdeñable sobre el crecimiento monetario, en el contexto de la interacción del mercado de dinero y el mercado crediticio. Señalemos, como curiosidad, la alusión que hace Tobin a las oscilaciones de M debidas a las oscilaciones de la demanda de dinero *y crédito* en relación con el análisis de Poole. Pero el modelo IS-LM de Poole no comprende ningún mercado crediticio. La incorporación explícita de ese mercado encierra repercusiones relativas a las perturbaciones del mismo que son radicalmente distintas de los resultados que se obtienen para las perturbaciones de la demanda de dinero. Una varianza amplia de las perturbaciones del mercado crediticio produce un resultado, con respecto a la elección de estrategia monetaria, que es el contrario al que produce una varianza amplia de las perturbaciones de la demanda de dinero. Un análisis de la política monetaria inscrito en el marco IS-LM pasa por alto esta cuestión. Finalmente, Tobin afirma que la relación entre la base monetaria y el crecimiento monetario no es más estrecha que la que media entre éste y el tipo de los fondos federales. Los resultados del análisis Johannes-Rasche, comparados con el historial del *Fed* basado en un uso estratégico o táctico del tipo de los fondos federales, contradicen esa afirmación.

2. Reescribir la historia

Lo más asombroso de la diatriba de Tobin contra «el monetarismo» es el presunto historial de fracasos que se atribuyen a las políticas «monetaristas». La sección correspondiente se abre con una de las declaraciones más sorprendentes de todo el texto: «No es de extrañar que la fraternidad de los bancos centrales abrazara el monetarismo». Le sigue una justificación singularmente vacía: en la última década, desaparecido el sistema de Bretton Woods, «el señalamiento de objetivos monetarios» vino a ser «el vehículo de la disciplina». Los bancos centrales, se nos dice, pasaron a estar cada vez más influidos por los principios monetarios, y «sensibles a las críticas monetaristas». Los resultados que ha dado una política obviamente monetarista son para Tobin sencillamente «lamentables». «Los monetaristas», además, «no están bien situados para trasladar las culpas al legado inflacionista de los años sesenta, o a la OPEP o a la política fiscal». También nos enteramos de que el *Fed* «no era enteramente monetarista». «Fue variando sus objetivos de crecimiento monetario a corto plazo teniendo en cuenta las variables económicas nacionales e internacionales, reales y proyectadas, y sin abandonar del todo su antigua estrategia de "navegar contra el viento"...» (15).

Decir que el *Fed* y todos los demás bancos centrales siguieron un régimen monetarista sigue siendo una falsedad palmaria, aunque lo digan los medios de comunicación y los keynesianos académicos. Pero la gran difusión de esa idea justifica un examen más detallado.

Tobin reconoce que el *Fed* «modificó pragmáticamente» su «política monetarista», pero sostiene contra viento y marea que ello no excusa a los «monetaristas en busca de coartada». Nótese, de paso, ese sutil poner en duda las motivaciones, que erosiona la posibilidad de seguir un discurso racional. Pero donde se revela la verdad del asunto es en la «modificación pragmática» que implicaba cambios en el objetivo marcado, el ajuste *ex post facto* de los objetivos a los valores en exceso alcanzados, un sesgo positivo sistemático en las realizaciones y la deriva generalmente inflacionaria de la política monetaria. *El señalamiento de objetivos monetarios fue un engaño,* una maniobra táctica orientada a desactivar las presiones que desde fuera se ejercían sobre el *Fed* para que pusiera en marcha una política de control monetario (Brunner, 1983). El empleo táctico del señalamiento de objetivos con el fin de proteger el radio de acción tradicional de la política discrecional es bien conocido por quienes han pasado por la plantilla del *Fed,* y por los observadores atentos de los acontecimientos. Así se explica la rápida aparición de una multiplicidad de M; el peso asignado a cada M podía variar según la conveniencia política del momento y la «deriva del objetivo» ya mencionada.

Cabe considerar otros aspectos del comportamiento del *Fed.* Su concepción estratégica, centrada en la política activista, y sus procedimientos tácticos, anclados en el tipo de los fondos federales, se mantuvieron esencialmente inalteradas. La idea dominante del *Fed* sigue estando anclada hasta el día de hoy en un esquema IS-LM muy tradicional, complementado con una relación de Phillips que representa un proceso con inercia masiva (Board of Governors, 1981; Lombra y Moran, 1980). Esta visión keynesiana, que recuerda los años sesenta, choca en todos sus puntos con el análisis monetarista que hemos resumido en la sección II. Los cambios instaurados a partir de octubre de 1979 ofrecían, de hecho, una protección todavía mejor para las políticas tradicionales, con la ayuda de una cortina retórica más sutil que filtrase las presiones exteriores (Brunner, 1982, *Shadow position paper;* Brunner y Meltzer, 1983). Un observador atento y honrado compararía el com-

portamiento real del *Fed* con el historial (de dominio público) del SOMC; la comparación pondría de relieve la inflexible oposición del *Fed* a imponer restricciones a su «tradición discrecional» en virtud de ninguna «política institucionalizada», y menos aún en aplicación de una política previsible de control monetario. Para la burocracia de la Reserva Federal, cualquier régimen que implicara compromisos previos seguía siendo anatema. Al publicar los argumentos del SOMC, el *Fed* no quiso entablar un debate positivo (Brunner y Meltzer, 1983). A ese observador hipotético también se le ocurriría comparar la aplicación táctica preferida por el *Fed* con las propuestas concretas presentadas por el SOMC y algunos de sus miembros (Brunner, 1981). Esta comparación revelaría que en los ejercicios de señalamiento de objetivos monetarios llevados a cabo por el *Fed* había mucho de relaciones públicas.

El comportamiento institucional del *Fed* corrobora mi tesis. El *Fed* se ha opuesto sistemáticamente, y con notable empeño y eficacia, al nombramiento, para su Junta o para la presidencia de los bancos regionales de la Reserva Federal, de personas con «contaminación monetaria» conocida. Es un hecho comprobado. Habría que decir también que con el juego de las reuniones periódicas con consultores de fuera no se pretendía llegar a «visiones equilibradas». Se han filtrado suficientes informaciones sobre el control de la disidencia dentro del Sistema de la Reserva Federal. Ese control no se aplica tanto a los desacuerdos en el seno del FOMC como a cualquier indicio de cuestionamiento serio e independiente, o a cualquier trabajo que pudiera derivar demasiado hacia posiciones que pudieran reflejar un pensamiento o un énfasis monetarista. Un miembro de plantilla con inquietudes monetaristas encontraría francamente difícil su supervivencia dentro de la organización.

La comparación de las declaraciones del SOMC, o de las columnas de Friedman en *Newsweek*, con la realidad de la política seguida pone de relieve una última y fundamental discrepancia, que Tobin omite. Los años setenta mostraron una tendencia creciente de la tasa de inflación, producida por aceleraciones reiteradas y cada vez mayores del crecimiento monetario. Esta observación crucial de la política *realmente seguida*, so capa del juego de marcar objetivos, choca frontalmente con las propuestas monetaristas. El SOMC se manifiestó insistentemente *en contra* de esa tendencia y condenó explícitamente la deriva de objetivos creada por el esquema de políticas discrecionales que favorecía nuestro Banco Central. No es posible, sin una distorsión radical de los hechos, conciliar esas políticas con las propuestas de los monetaristas. Caracterizar el señalamiento de objetivos que de hecho experimentamos como «vehículo de disciplina» no deja de ser una extraña manera de describir la realidad; tan extraña como la insinuación de que los monetaristas echaran la culpa de la inflación de los años setenta «al legado de los sesenta, la OPEP y la política fiscal». Ninguna de esas afirmaciones es cierta, ni hallará Tobin la menor prueba en su respaldo en las columnas o artículos de Friedman, ni en las declaraciones o en los *position papers* del SOMC. Fue un keynesiano, el presidente del Consejo de Asesores Económicos del presidente Carter, quien atribuyó a la guerra del Vietnam una parte de la inflación que se padecía entonces. Nada, pues, de buscar coartadas. Nunca atribuyeron los monetaristas la inflación de la década de 1970 a la política fiscal, y desde luego tampoco a un legado de los años sesenta. Y, muy en particular, el SOMC condenó las interpretaciones de la inflación *persistente* en función de las acciones de precios de la OPEP.

Hasta ahora no se ha dicho nada de otros bancos centrales. Con la excepción del Banco Nacional de Suiza, la situación reinante es muy parecida a la del *Fed*. La estrategia y la técnica del Banco de Inglaterra siguen estando muy lejos de las ideas monetaristas. Su aplicación táctica del «control monetario» revela su oposición a las ideas centrales de la política monetarista. También el Banco de Francia, el Banco de España, el Banco Nacional de Bélgica y el Riksbank sueco están muy lejos de seguir las propuestas monetaristas. Incluso el Banco del Canadá y el Bundesbank alemán cultivan una vinculación retórica que no alcanza a lo sustancial de sus políticas reales. En general se puede decir que, cualesquiera que sean las diferencias que separan a los distintos bancos centrales, les une un *planteamiento* básicamente *discrecional* incluso del señalamiento de objetivos monetarios, y muy en particular de su aplicación. Todos se oponen, de forma explícita o tácita, a cualquier estrategia de compromiso previo. Digamos, en fin, que el hecho de una desaceleración monetaria a escala mundial desde 1979-80 es incontrovertible. Esa desaceleración sí coincide con las propuestas monetarias, pero no en su velocidad, magnitud y aplicación errática. También algunos keynesianos se mostraron de acuerdo en que era necesaria para hacer bajar la tasa de inflación. Los monetaristas, sin embargo, siguieron estando muy preocupados por el contexto discrecional, y, por lo tanto, esencialmente inseguro, en que se desarrollaban las políticas. Su preocupación parece justificada, una vez más, por el cambio de estrategia más reciente del *Fed* (a finales del otoño de 1981), con una vuelta al control de los tipos de interés. Los acontecimientos observados desde julio de 1982 no hacen sino confirmar esa inquietud.

V. LA PREDICCION DE JOHNSON Y EL FRACASO PERTINENTE DEL MONETARISMO

La predicción de Johnson ofrece un buen punto de partida para una valoración final del supuesto fracaso del «monetarismo». El lector nos permitirá que le recordemos que, según Johnson, con la reaparición de un problema de desempleo pertinaz se produciría un ocaso de las ideas monetaristas y una correspondiente revitalización del análisis keynesiano (16). Antes hemos dicho que ese aserto requiere cierta interpretación, puesto que no está claro si se refiere al contenido cognitivo o a la «comercialidad política» del análisis monetarista.

La cuestión cognitiva ligada al llamado «carácter keynesiano» del problema del desempleo la tratamos en el apartado IV, donde se demostró que hay pocas razones para reconocer, en el estado actual del mercado de trabajo, la existencia *dominante* de un «problema keynesiano». Es probable que sean otras dimensiones, asociadas a los precios relativos y a los salarios, las que constituyan la porción principal de la tasa de desempleo registrada y de la tendencia ascendente del desempleo normal que se experimenta en la mayoría de los países occidentales. Pero esa tendencia difícilmente se podría explicar en función del esquema keynesiano. El problema de desempleo que se ha venido fraguando en los últimos quince años no ofrece, pues, razones sólidas para adoptar la teoría keynesiana como guía para comprender el mundo real.

Tampoco la marcha de los aconte-

cimientos en el terreno intelectual durante los últimos diez años favorece la interpretación cognitiva de la predicción de Johnson. La posición monetarista descrita en aquel artículo mío (1971) ha cambiado en varios aspectos. El análisis del mecanismo de transmisión se benefició de la aparición de las expectativas racionales. Con ello se alteró también el análisis de las perturbaciones de impulso y la actuación de un nivel de producción normal. Y, cosa muy importante, una atención cada vez mayor al telón de fondo de la elaboración de las políticas condujo a los monetaristas a analizar con mayor extensión la economía política de la sociedad y de las instituciones. Ello implicaba una evolución sistemática de las ideas anteriores, a la vez que numerosos cambios en los detalles y la técnica del análisis. Nada de esto se podría describir como una «extinción» expresiva de una paulatina «pérdida de identidad» en medio de una «gran corriente keynesiana». Lo dicho se podría aplicar particularmente a la reconciliación del «análisis de equilibrio», asociada a una generalización del «vaciado de mercados», con los hechos institucionales que rodean al comportamiento de fijación de precios y salarios. Desde sus inicios, el monetarismo aceptó el énfasis de Henry Thornton en el carácter relativamente «inflexible» de los precios y los salarios, es decir, sostuvo que los precios y los salarios *no reflejan plenamente* todas las perturbaciones del momento. Los monetaristas de más edad encontraron en el «modelo de equilibrio con precios flexibles» de la generación más joven un instrumento útil para introducir y perfeccionar la idea de las expectativas racionales, pero también lo veían muy dudoso como aproximación al mundo observable. Todo parece indicar que en esta etapa la investigación profesional ha retomado la dirección de los primeros barruntos intuitivos de las ideas monetaristas, esto es, la de integrar los aspectos institucionales de la fijación de precios y salarios en un análisis de equilibrio generalizado. Aun así se seguiría estando muy lejos del planteamiento keynesiano tradicional de un proceso inercial relativamente invariable, controlado por pautas institucionales apenas sometidas a realimentación desde el proceso descrito o el esquema evolutivo de las perturbaciones.

También la posición keynesiana ha experimentado modificaciones importantes. Ha aparecido terreno común entre los enfoques keynesiano y monetarista de la inflación. Se distingue un núcleo, con una varianza correspondiente pequeña determinada por el régimen monetario a largo plazo, y componentes más transitorios que soportan una varianza mayor a corto plazo, ligada a toda una serie de perturbaciones reales. La alocución presidencial de Modigliani ante la American Economic Association (1977) no expresa la posición keynesiana de los años cincuenta, ni siquiera la de los años sesenta. Tobin reconoce, al menos en principio, la pertinencia de nuestra crítica del esquema IS-LM (1981). A estas alturas parece aceptar la tesis aceleracionista, y la idea general de las expectativas racionales (17). Recientemente, el gobernador Wallich presentaba, en el marco de políticas antiinflacionarias y de control del interés, ideas centrales del análisis monetarista de la política (1982).

Sería interesante preguntar si la «pérdida de identidad» de la que habla Johnson no cuadraría mejor con la posición keynesiana. Pero no tienen por qué inquietarse los keynesianos. Los más destacados seguidores de Keynes rechazan tácitamente la idea de hacer extensivo el análisis económico al funcionamiento del proceso político o de las instituciones políticas. Están básicamente atados a una visión sociológica del proceso sociopolítico (Brunner y Meckling, 1977). Ese elemento aparece en su forma más explícita en la obra de Okun (1975), pero está también en los argumentos de Tobin y de Modigliani acerca del sector político y de la política gubernamental. Su enfoque de las instituciones políticas y su valoración del papel del gobierno difieren básicamente de los que se derivarían de una extensión sistemática del análisis económico. Esta diferencia refleja, además, en contraste con la respuesta estándar de algunos keynesianos, cuestiones sustantivas que caen más allá de las consideraciones ideológicas (18); a mi juicio, está llamada a influir cada vez más en la discusión de las políticas públicas. Los «keynesianos» y los «no keynesianos» ofrecen, en el fondo, visiones radicalmente distintas (en un sentido tanto normativo como «positivo») del curso futuro de las sociedades occidentales. Esa ha de ser la cuestión central en el futuro. El control monetario y las políticas de estabilización son aspectos colaterales del problema de base.

En este punto reconocemos el fracaso último y permanente del monetarismo, en el sentido de que los políticos no se dejan gobernar por sus principios. La economía política keynesiana, combinada con algunos elementos centrales del macroanálisis keynesiano, suministra un producto muy comercial al mercado político. El planteamiento keynesiano ofrece un marco excelente para las racionalizaciones de los activismos que persiguen planes redistributivos de un tipo u otro. Las ideas keynesianas no arrastran en el mercado político por su fuerza cognitiva; encuentran seguidores políticos por lo bien que se acoplan a los intereses de los agentes en la palestra pública. El pensamiento monetarista, en cambio, tiene una comercialidad escasa en el mercado político y poco atractivo duradero para la clase intelectual; por lo tanto, tiene poco que ofrecer a cualquier posible electorado político.

La historia de las políticas inflacionistas y antiinflacionistas ilustra esto que decimos. En general, los beneficios de la inflación son bien entendidos por los beneficiarios, mientras que sus costes están dispersos. Los costes de la desinflación, por otra parte, son bien reconocidos por los grupos sociales afectados, pero sus beneficios se producen de forma gradual, son difusos y no resultan clara ni inmediatamente visibles a los ojos del público. La inflación sostenida genera, pues, intereses políticos favorables a las políticas de inflación permanente. Sobre este fondo de circunstancias políticas, las propuestas monetarias de una política monetaria antiinflacionaria tienen, a lo sumo, un atractivo político pasajero, y suscitan, en el mejor de los casos, un interés efímero en los medios de comunicación. La combinación de costes y beneficios de la inflación y de la desinflación impide la formación de un electorado político duradero que pudiera apoyar activamente el enfoque monetarista del problema de la inflación (19).

El pensamiento monetarista, con su énfasis constitucionalista dominante en los límites del gobierno, y su defensa de la «institucionalización» de la política, no ofrece un producto vendible a los empresarios políticos que actúan en la palestra pública. Lo que ellos necesitan es un suministro de programas nuevos, o de modificaciones y extensiones de los programas ya existentes, para su estrategia de supervivencia competitiva. En contraste con el fracaso del monetarismo en el mercado político, el éxito político a largo plazo del pensamiento keynesiano parece estar asegurado por la naturaleza de ese mercado y por el producto intelectual competidor. El monetarismo sí entraña un fracaso *político* como el que vaticina

Johnson, pero, a mi juicio, por razones totalmente distintas. Será el análisis monetarista, sin embargo, el que mejor pueda explicar las consecuencias de la victoria *política* keynesiana que cabe esperar para todo lo que queda del presente siglo.

NOTAS

(*) Publicado en *Cato Journal*, vol. 3, n.° 1 (primavera de 1983). Copyright Cato Institute. El autor ocupa la cátedra de Economía Fred H. Gowen de la Universidad de Rochester, y dirige el Center for Research in Government Policy and Business de la misma Universidad (Rochester, N.Y. 14627).

Traducción de Equipo de Traductores, S.A.

(**) Este artículo refleja mi larga colaboración con Allan H. Meltzer. Agradezco desde estas líneas los detenidos y pacientes comentarios de mi viejo amigo y de Anna J. Schwartz a un borrador anterior.

(1) No deja de ser irónico que las ideas monetaristas sobre este punto sean quizá más acordes con las de Keynes que las de los «keynesianos».

(2) James TOBIN ha atribuido recientemente a los monetaristas ciertas normas metodológicas rígidas, expresadas en «procedimientos de forma reducida» *(reduced-form procedures)* y «economías positivas». También opina que sus procedimientos quebrantan «los cánones de la profesión» (Tobin, 1981). Esos aspectos no se tratan en este artículo; serán examinados en otro. Aquí me limitaré a señalar que Tobin no ha comprendido la cuestión de lógica que suscita Milton Friedman con su crítica de las prácticas usuales en la actualidad. Tampoco entiende que los procedimientos «de forma reducida» son apropiados para verificar propiedades que caracterizan *clases* de hipótesis. Los monetaristas no han enunciado ninguna regla *general*. En fin, los llamados «cánones de la profesión», representados por la práctica econométrica más extendida, unen una notable sofisticación estadística con una singular ignorancia lógica.

(3) Algunos keynesianos, de los que James TOBIN podría ser ejemplo, representan posiciones contrapuestas sobre nuestro primer tema. En trabajos escalonados a lo largo de más de dos décadas, Tobin ha insistido repetidas veces en una visión más amplia del mecanismo de transmisión. Esta visión aparece cada vez que se habla de los mercados financieros, pero desaparece en su análisis del equilibrio general de los mercados interrelacionados de producción y de activos; entonces Tobin se repliega al esquema IS - LM. Más adelante consideraremos algunos aspectos de esta cuestión.

(4) Steve AXILROD atribuyó esta posición a monetaristas innominados (1983). Basta hacer un repaso de los *position papers* del SOMC para ver que los hechos no son así.

(5) Los medios de comunicación suelen deplorar que recientemente se haya producido «la mayor recesión o depresión» desde la década de 1930. No reparan en que el empleo total privado descendió *menos* que en las recesiones de 1953-54 y 1957-1958. Durante la recesión de 1981-82 el PNB real descendió un 2,6 por 100, pero había caído un 3,4 por 100 en 1953-54 y 1957-58. La producción industrial decreció alrededor de un 12 por 100 en 1981-82, más del 8,8 por 100 en 1953-54 y el 10,5 por 100 en 1957-58. La divergencia relativa entre el PNB y la producción industrial pone de manifiesto las diferencias existentes entre los años cincuenta y los primeros años ochenta en lo que se refiere a la combinación prevaleciente de ajustes asignativos más permanentes (acero, automóviles) y movimientos cíclicos transitorios. Algo parecido sucede con la tasa de desempleo: el nivel mucho más alto observado en 1982 va asociado a un aumento que, medido en puntos porcentuales, es prácticamente igual a los de 1953-54 y 1973-75.

(6) La visión sociológica indemostrada que subyace a este elemento keynesiano no es más que uno de sus problemas empíricos. Pasa por alto la regularidad empírica que liga la tasa de inflación con la dispersión de precios (Cukierman y Meltzer, 1983). Este esquema genera una incertidumbre más difusa en cuanto a precios relativos, nivel general de precios y condiciones de mercado. Hace más difícil para los agentes inferir la combinación de perturbaciones más transitorias y más permanentes que afectan a la situación económica. Los efectos reales de esa mayor incertidumbre van a sumarse a los costes sociales de la inflación.

(7) Las declaraciones y *position papers* del SOMC se sirven a todo el que los solicite.

(8) Los artículos publicados en el *Wall Street Journal*, en 1982, por Frank MORRIS, presidente del Banco de la Reserva Federal de Boston, y por Irving KRISTOL sobre control monetario y política monetaria son ejemplos destacados de la calidad del producto que se ofrece a la opinión pública.

(9) Entre los estudios preparados en el Banco de la Reserva Federal de San Luis figuran textos de KARNOSKY (1976) y RASCHE y TATOM (1977). La obra del grupo de Manchester está resumida por LAIDLER y PARKIN en un artículo publicado en el *Economic Journal*, «Inflation: A Survey», y en otros textos que se citan en la bibliografía del mismo. Los estudios que ha dado a la luz el grupo internacional asociado a BRUNNER y MELTZER son el volumen *The Universities-National Bureau Conference*, publicado por el *Journal of Money, Credit, and Banking* en febrero de 1973, y el volumen de la Carnegie-Rochester Conference Series sobre la inflación *(The Problem of Inflation)* publicado en 1978.

(10) James TOBIN (1981).

(11) James TOBIN (1981, pág. 34).

(12) James TOBIN (1981, pág. 32).

(13) James TOBIN (1981, pág. 33).

(14) James TOBIN (1981, pág. 32).

(15) Las citas están tomadas de las páginas 30 y 34 del artículo de TOBIN en el *Economic Journal* (1981).

(16) JOHNSON sostenía también que los intentos de los monetaristas de corregir su presunta desatención hacia los problemas de precios y producción les acabarían llevando «a jugar en una bolera nueva, con un reglamento distinto del que se había establecido en un principio» (1971, página 13). JOHNSON no comprendía las cuestiones de *lógica* que entran en este contexto. Las *reglas* que él atribuye a los monetaristas eran esencialmente un invento de los keynesianos, que no se molestaron mucho en considerar en qué condiciones las formas reducidas ofrecen modos válidos de verificación de proposiciones relativas a *clases* de hipótesis. La «pérdida de identidad» proyectada se basaba, pues, en una confusión analítica importante. Este punto, y las advertencias metodológicas hechas por TOBIN, serán objeto de un próximo artículo.

(17) Herschel GROSSMAN reconoció estos cambios en su recensión de la obra de TOBIN *Asset Acumulation and Economic Activity: Reflections on Contemporary Macroeconomic Theory*, recensión publicada en *Journal of Monetary Economics*, 10 (julio de 1982).

(18) Vale la pena señalar, en este contexto, el uso ambiguo que hace TOBIN de la palabra «ideología». Cuando, en el artículo del *Economic Journal* (1981), habla de la «ideología del monetarismo», podría haber sustituido válidamente esa palabra por otra expresión más neutra, por ejemplo por la referencia de CARNAP a un *explicandum*. Tal uso requeriría una contraposición compensatoria con «la ideología de los keynesianos». En otras ocasiones, sin embargo, el significado del término se desplaza hacia el uso peyorativo que es corriente entre los intelectuales. Ese desplazamiento se observa en las discusiones verbales.

(19) La excepción suiza en los años medios de la década de 1970 y su «caída en desgracia» en el invierno de 1978-79 merecen cierta atención en este contexto. La política antiinflacionista encontró en ese país un electorado que comprendía las asociaciones de empresarios y los sindicatos. Ese electorado se rompió durante algún tiempo frente a la amenaza que para las exportaciones suizas suponían las caídas del marco alemán y del dólar. Las condiciones que lo configuraron, y el papel del banco central como líder de la coalición, así como su ruptura temporal, invitan a un estudio detallado. Es probable que esa coalición aparezca a finales de esta década, retrospectivamente, como un episodio histórico peculiar y pasajero.

REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

ALCHIAN, Armen (1977), «Why Money?», *Journal of Money, Credit, and Banking,* 9, febrero, págs. 133-140.

AXILROD, Stephen (1983), comentarios a un artículo de Brunner y Meltzer, en *Carnegie-Rochester Conference Series,* 18, primavera.

BOMHOFF, Eduard J. (1977), «Predicting the Money Multiplier: A Case Study for the U.S. and the Netherlands», *Journal of Monetary Economics,* 3, julio, págs. 325-345.

BRUNNER, Karl (1961), «The Report of the Commission on Money and Credit», *Journal of Political Economy,* 69, diciembre, págs. 605-620.

— (1970), «The Monetarist Revolution in Monetary Theory», *Weltwirtschaft-Loches Archiv,* 5, páginas 1-30.

— (1971), «Survey of Selected Issues in Monetary Theory», *Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik,* año 107, n.° 1.

— (1973), «A Diagrammatic Exposition of the Money Supply Process», *Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik,* diciembre, págs. 481-533.

— (1976), «Inflation, Money and the Role of Fiscal Arrangements: An Analytic Framework for the Inflation Problem», en Mario Monti (comp.), *The New Inflation and Monetary Policy,* Londres, Macmillan.

— (1981), «Understanding the Great Depression», en Karl Brunner (comp.), *The Great Depression Revisited,* Boston, Martinus Nijhoff Publishing.

— (1981), «The Control of Monetary Aggregates», en *Controlling Monetary Aggregates, III,* páginas 1-65; Boston, Federal Reserve Bank of Boston.

— (1983), «The Pragmatic and Intellectual Tradition of Monetary Policymaking», en Karl Brunner (comp.), *Lessons of Monetary Experiences from the 1970s.*

BRUNNER, Karl, y MECKLING, William H. (1977), «The Perception of Man and the Conception of Government», *Journal of Money, Credit, and Banking,* 9, febrero, págs. 70-85.

BRUNNER, Karl, y MELTZER, Allan H. (1966), «A Credit Market Theory of the Money Supply and an Explanation of Two Puzzles in U.S. Monetary Policy», en Tullio Bagiotti (comp.), *Essays in Honor of Marco Fanno, II,* págs. 151-176; Padua, Edizioni Cedam.

— (1968), «Liquidity Traps for Money, Bank Credit and Interest Rates», *Journal of Political Economy,* 76, enero-febrero, págs. 1-37.

— (1971), «The Uses of Money: Money in the Theory of an Exchange», *American Economic Review,* 61, diciembre, págs. 784-805.

— (1972), «A Monetarist Framework for Aggregative Analysis», *Proceedings of First Konstanzer Seminar on Monetary Theory and Monetary Policy,* suplemento a *Kredit und Kapital,* 1, págs. 31-88.

— (1976), «An Aggregative Theory for a Closed Economy», en Jerome Stein (comp.), *Monetarism,* Amsterdam, North-Holland Publishing Co.

— (1983), «Strategies and Tactics for Monetary Control», *Carnegie-Rochester Conference Series,* 18, primavera.

BUTTLER, H. J.; GORGERAT, J. F.; SCHILTKNECHT, H., y SCHILTKNECHT, K. (1979), «A Multiplier Model for Controlling the Money Stock», *Journal of Monetary Economics,* 5, julio, págs. 327-342.

CUKIERMAN, Alex, y MELTZER, Allan H. (1983), «A Positive Theory of Credibility and Monetary Inflation», *Working paper,* Graduate School of Industrial Administration, Universidad Carnegie-Mellon.

FRIEDMAN, Milton (1948), «A Monetary and Fiscal Framework for Economic Stability», *American Economic Review,* 38, junio, págs. 245-264.

— (1953), *Essays in Positive Economics,* Chicago, University of Chicago Press.

FRIEDMAN, Milton, y SCHWARTZ, Anna J. (1963), *A Monetary History of the United States 1867-1960,* Princeton, Princeton University Press.

JENSEN, Michael C., y MECKLING, William H. (1979), «Rights and Production Functions: An Application to Labor-Managed Firms and Co-Determination», *Journal of Business,* 52, octubre, págs. 469-506.

JOHANNES, James, y RASCHE, Robert, *Position papers* preparados para el *Shadow Open Market Committee,* 1980-1982. (Se pueden obtener de la Graduate School of Management de la Universidad de Rochester.)

JOHNSON, Harry G. (1971), «The Keynesian Revolution and the Monetarist Counter-Revolution», *American Economic Association Papers and Proceedings,* 61, mayo, págs. 1-14.

KARNOSKY, Denis (1976), «The Link Between Money and Prices: 1971-76», *St. Louis Review,* 58, junio, págs. 17-23.

KORTEWEG, Pieter, y VAN LOO, P. D. (1977), *The Market for Money and the Market for Credit: Analysis, Evidence and Implications for Dutch Monetary Policy,* Leyden, Martinus Nijhoff.

LOMBRA, Raymond, y MORAN, Michael (1980), «Policy Advice and Policymaking at the Federal Reserve», *Carnegie-Rochester Conference Series,* 13, otoño, págs. 9-68.

LUCAS, Robert E., y SARGENT, Thomas J. (1981), *Rational Expectations and Econometric Practice,* Minneapolis, University of Minnesota Press.

MASCARO, Angelo, y MELTZER, Allan H. (1983), «Long and Short Term Interest Rates in a Risky World», *Journal of Monetary Economics,* 12, noviembre.

MELTZER, Allan H. (1981), «Keynes's General Theory: A Different Perspective», *Journal of Economic Literature,* 19, marzo, págs. 34-64.

MISHKIN, Frederic S. (1981), «The Real Interest Rate: An Empirical Investigation», *Carnegie-Rochester Conference Series,* 15, otoño, páginas 151-200.

NELSON, Charles R., y PLOSSER, Charles I. (1982), «Trends and Random Walks in Macroeconomic Time Series: Some Evidence and Implications», *Journal of Monetary Economics,* 10, septiembre, págs. 139-162.

NEW MONETARY CONTROL PROCEDURES (1981). Federal Reserve Staff Study, Board of Governors of the Federal Reserve System, febrero (volúmenes I y II).

OKUN, Arthur M. (1975), *Equality and Efficiency: The Big Trade-Off,* Washington, D.C., Brookings Institution.

Papers from The Universities-National Bureau Conference on Secular Inflation, *Journal of Money, Credit, and Banking,* 5, febrero, páginas 237-569.

PARKIN, Michael, y LAIDLER, David E. W. (1975), «Inflation: A Survey», *Economic Journal,* 85, diciembre, págs. 741-809.

The Problem of Inflation, Carnegie-Rochester Conference Series, vol. 8 (Karl Brunner y Allan H. Meltzer, comps.), Amsterdam, North-Holland Publishing Co., 1978.

RASCHE, Robert, y TATOM, Jack (1977), «The Effects of the New Energy Regime on Economic Capacity, Production and Prices», *St. Louis Review,* mayo.

— (1977), «Energy Resources and Potential GNP», *St. Louis Review,* junio.

SCHOTTER, Andrew (1981), *The Economic Theory of Social Institutions,* Londres, Cambridge University Press,

SHILLER, Robert J. (1980), «Can the Fed Control Real Interest Rates?», *Rational Expectations and Economic Policy,* Chicago, University of Chicago Press.

TOBIN, James (1980), «Stabilization Policy Ten Years After», *Brookings Papers on Economic Activity,* 1, págs. 19-89.

— (1981), «The Monetarist Counter-Revolution Today — An Appraisal», *Economic Journal,* 91, marzo, págs. 29-42.

TOBIN, James, y BUITER, Willem (1976), «Long-Run Effects of Fiscal and Monetary Policy on Aggreagte Demand», en Jerome Stein (comp.), *Monetarism,* Amsterdam, North-Holland Publishing Co.

WALLICH, Henry (1982), «The U.S. Economy Over the Next Five Years»; resumen de su intervención ante la asamblea anual de la American Economic Association.