

NACIONES
UNIDAS



CEPAL

ILPES

INSTITUTO LATINOAMERICANO
DE PLANIFICACION
ECONOMICA Y SOCIAL

PROGRAMA DE CAPACITACION

Documento PE-24

LA CONTROVERSIA ENTRE MONETARISTAS Y KEYNESIANOS SOBRE LA
FUNCION DE LA POLITICA MONETARIA ¹/

¹/ El presente documento que se reproduce para uso exclusivo de los participantes de cursos del Programa de Capacitación, se ha tomado del Boletín CEMLA, vol. XXIII, Nº 5, México, septiembre-octubre 1977.

La controversia entre monetaristas y keynesianos sobre la función de la política monetaria*

El Premio Nobel de Economía, para 1976, le fue otorgado a Milton Friedman, profesor de la Universidad de Chicago, quien es uno de los economistas actuales más controvertidos, tanto por su labor en el dominio de la teoría monetaria cuanto por su análisis de los problemas que puede suscitar toda política que trate de reducir las fluctuaciones económicas. La atribución del Premio Nobel al profesor Friedman ha contribuido a poner un poco más de relieve a sus estudios y sus teorías.

La obra de Friedman y de sus seguidores, los monetaristas, por lo demás, ya había atraído la atención por sus enunciados acerca de la gran relación macroeconómica que existe entre la inflación, el crecimiento real, el desempleo y el acervo monetario. Los monetaristas tienen, en efecto, una concepción teórica y política que se aparta de los principios establecidos.

Años hace, por otra parte, que los monetaristas tienen entablada, con los sostenedores de la doctrina establecida (los neokeynesianos) una polémica que, bajo los efectos de la recesión mundial iniciada en 1974, se ha transformado, rápidamente, en un debate socio-económico que contrapone liberalismo e intervencionismo. El otorgamiento del Premio Nobel ha prestado más amplia publicidad a la filosofía liberal de Friedman que a su teoría económica. Sus alegatos en favor de un retorno a la economía de mercado libre han hecho aparecer a los monetaristas como economistas de derecha y conservadores, que osaban poner en tela de juicio cierto número de presupuestos sociales y económicos.

En el presente artículo, procuraremos esbozar las líneas generales de la controversia entre monetaristas y keynesianos, prescindiendo, sin embar-

go, del último aspecto del debate: el tocante a la parte subjetiva del conservadurismo y del progresismo. Como el debate entre las dos escuelas gira, a veces, en torno de matices, no es posible reconocer aquí todos los méritos de las diversas teorías.

I. La doctrina establecida: el keynesianismo

La teoría y la política económicas se inspiran, en gran medida, en las ideas desarrolladas por el economista británico Keynes durante la crisis de los años treinta.

En el modelo keynesiano, las modificaciones del gasto global ejercen una influencia considerable sobre el ingreso nacional. Las inversiones de las empresas son el elemento más inestable de este gasto; debido a un efecto de multiplicador, que acelera o modera, dichas inversiones constituyen la principal fuerza estimulante o inhibitoria de la actividad económica global. Las inversiones son determinadas, en medida notable, por las previsiones de los gerentes de empresa.

Una importante idea nueva era, a la sazón, que se podía alcanzar el equilibrio económico aun sin llegar al nivel de pleno empleo.

A partir de tal noción, la política económica keynesiana ha consistido en favorecer el pleno empleo mediante la manipulación del gasto público. Así, pues, el saldo presupuestario debe ser manipulado en forma anticíclica: en caso de recesión, un déficit presupuestario reanimará la actividad económica; en caso de sobresaturación de la economía, la capacidad adquisitiva del público pasará el rasero del superávit presupuestario.

El sistema formulado por Keynes deja un lugar relativamente escaso al dinero. Las tasas de interés se forman en el sector monetario, y nacen de la confrontación entre el acervo monetario y la necesidad de dinero. Una tasa de interés baja incitará al gerente de empresa a pedir préstamos, lo que estimulará las inversiones y, por ende, la actividad económica como un todo.

La intensidad de esta influencia indirecta de

* Con la debida autorización, el CEMLA traduce y publica el presente artículo, que, bajo el título "*Monétarisme et politique monétaire*", se insertó en el boletín semanal del *Kredietbank* (Bruselas), el 8 de abril último, y que se reproduce en "*Problèmes Économiques*", revista semanal, de París.

lo monetario sobre lo real, o, dicho en otros términos, del acervo monetario sobre el ingreso nacional, dependerá en buena parte del grado en que las tasas de interés bajen en el mercado monetario bajo la influencia de una mayor oferta de dinero, por un lado, y de la sensibilidad de las inversiones al precio del dinero, por otro. A juicio de los keynesianos, esta influencia es bastante limitada.

II. El monetarismo: su origen empírico

Sobre la relación entre el sector monetario y el sector de los bienes, los monetaristas discrepan claramente de los keynesianos. A su entender, existe un nexo directo y firme entre el acervo monetario y el sector real (de los bienes). Más aún, afirman categóricamente que la evolución del acervo monetario es la variable predominante al explicarse la evolución del ingreso nominal.

Estas tesis monetaristas han recurrido sumamente al análisis estadístico y econométrico. Friedman llamó la atención general luego de haber publicado, en 1963, con Anna Schwartz, su monumental estudio intitulado "*A monetary history of the United States, 1867-1960*". En esta obra demostraba que el crecimiento real, o los precios, reaccionaban con un rezago bastante prolongado y variable a un impulso monetario. A este desajuste se ha solido llamarlo "rezago de Friedman".

Cierto número de discípulos de Friedman, del Banco de la Reserva Federal de St. Louis (uno de los doce bancos que integran el Sistema de la Reserva Federal de los Estados Unidos), llegaron más lejos en la vía econométrica, y se han especializado en la evaluación de relaciones estadísticas entre el ingreso y el acervo monetario y sus agregados. Su método se conoce como las "ecuaciones de St. Louis", y los resultados confirman la longitud y la variabilidad de los desajustes.

Ni Friedman ni los economistas de St. Louis han desarrollado, en el plano teórico, las relaciones empíricas descubiertas. A eso se debe que los keynesianos hayan reprochado a los monetaristas el haber construido una teoría ilusoria: como prestidigitadores, introducían el crecimiento monetario en una caja mágica para hacer salir de ésta, poco después, una combinación de crecimiento real y de inflación. No se suministraba una noción teórica de la forma en que un impulso monetario se transmitía al sector real.

III. El mecanismo de transmisión

Friedman, y otros dos eminentes monetaristas, Brunner y Meltzer, no han dejado, entretanto, de responder a estas críticas. No lo han hecho en forma enteramente concordante, pero aquí vamos a pasar por alto sus divergencias.

El mecanismo por el cual toda modificación

del acervo monetario se transmite al sector real abarca una amplia gama de rendimientos sobre activos reales y financieros. Un aumento inicial del acervo monetario implica un desequilibrio entre la cantidad de dinero existente y las necesidades monetarias. En el proceso de restablecimiento del equilibrio, los agentes económicos cambiarán el excedente que poseen por otros activos más rentables. De tal suerte que, partiendo del circulante (billetes y monedas metálicas), y pasando por los depósitos a la vista y a plazo, las obligaciones y las acciones, desembocamos en los elementos patrimoniales reales, como son los bienes duraderos de consumo y los bienes inmobiliarios. Este proceso, por medio del cual los agentes económicos adaptan su patrimonio o su cartera a los cambios operados en las relaciones de los precios y de los rendimientos de los diferentes activos, entraña, en fin de cuentas, un crecimiento de la demanda de bienes y servicios.

Contrariamente al análisis keynesiano inicial, en el que el acervo monetario únicamente influye en el gasto a través del nexo entre la tasa de interés y las inversiones, la teoría monetarista atribuye una función significativa a toda una variedad de rendimientos. Los neokeynesianos, y particularmente Tobin, cuando plantea la relación entre el sector monetario y el sector de bienes, han llegado, de hecho, a un proceso de ajuste de cartera bastante semejante al que utilizan los monetaristas.

La influencia del acervo monetario sobre el ingreso nacional repercute, según las circunstancias, en el nivel de los precios más que en la expansión del volumen. Los monetaristas calculaban que la influencia inmediata se manifiesta más bien en el plano real, y conduce a una alza, y en su caso a una baja, del volumen de producción; sin embargo, a largo plazo, el efecto ejercido sobre el volumen se neutraliza, y lo único que subsiste es el alza de precios. Parece, pues, que el crecimiento real no se estimula permanentemente mediante una inyección monetaria, sino que conoce un ritmo natural determinado por las tasas de crecimiento de la población activa, de los recursos naturales y de la tecnología.

Asimismo, se clarifican los factores que, a juicio de los monetaristas, dan origen a la inflación. Según éstos, la inflación es alimentada por un incremento permanente del acervo monetario, hasta sobrepasar la tasa de expansión a largo plazo del mecanismo productivo de una economía.

En una fase más avanzada del análisis, desarrollado sobre todo por Brunner y Meltzer, se considera que un crecimiento excesivo del acervo monetario proviene, principalmente, de la expansión del sector público. Dicho en términos más precisos, la persistencia de una política estimulante de los poderes públicos acarrea déficit que son crecientemente financiados mediante la creación de

dinero, en vez de serlo por el impuesto y los empréstitos.

La inflación explicada por la expansión monetaria se apoya sobre todo, como aquí se ha dicho, en datos empíricos. De los datos estadísticos se desprende una buena correlación entre el incremento del acervo monetario, conforme al uno o al otro criterio, y la tasa de inflación rezagada. Correlación, por supuesto, no quiere decir causalidad, y puede manifestarse en dos sentidos: del crecimiento monetario hacia la inflación, como lo pretenden los monetaristas, pero también a la inversa. En este último caso, una presión inflacionista va, simplemente, acompañada de una expansión monetaria con vistas a un financiamiento, y debe encontrarse, en fin, una explicación en otros desequilibrios, a saber: la pugna de los grupos socio-económicos por apropiarse de una proporción mayor del ingreso nacional, la inflación emanada de la demanda y la inflación originada en los costos. El acervo monetario lo único que hace es permitir que estos desequilibrios se expresen por medio de aumentos de precios. Aun cuando quizá no sea una causa profunda, la alimentación monetaria resulta ser, no obstante, una condición necesaria para la existencia de la inflación. De todos modos, esto no significa que el razonamiento inverso sea válido; en efecto, el no financiamiento de una presión inflacionista no elimina la presión, pero obliga a buscar otros medios: redistribución del ingreso, descenso real de la riqueza, etcétera. Este aspecto, relativo a los posibles efectos secundarios, tan importante para los economistas políticos, se pasa por alto en los escritos monetaristas.

Y llegamos, así, a uno de los grandes temas de la política económica: el cociente de inflación a desempleo. Hasta la "estanflación"¹ de 1974-1976, la mayoría de los keynesianos entendían que las dos dimensiones eran inversamente proporcionales. La reducción del desempleo no podía obtenerse sino al precio de una inflación más elevada, y viceversa.

En cambio, los monetaristas sostienen que el precitado cociente, al que se ha dado el nombre de "relación Phillips", no es válido a largo plazo: es imposible elevar permanentemente el empleo, por encima de su tasa de crecimiento natural, con un poco más de inflación. A corto plazo, es decir, mientras las expectativas de inflación permanezcan sin cambio, puede comprobarse la existencia de la relación inversa. Ahora bien, en caso de modificarse esas expectativas, la relación Phillips se torna inestable, de suerte que ya no se puede prever la evolución del desempleo relacionándolo con la inflación.

Si bien las tesis monetaristas parecían, al principio, diametralmente opuestas a las de los keynesianos, un análisis más a fondo ha revelado la

evidencia de cierto número de contradicciones, fundadas, en buena parte, en el hecho de que las dos escuelas consideraban períodos diferentes. Los monetaristas razonan, sobre todo, a largo plazo, con una economía que opera a pleno rendimiento, caracterizada por un grado natural de desempleo y una tasa de crecimiento igualmente natural. A no dudarlo, cabe apartarse de la evolución natural, pero no por mucho tiempo. Los keynesianos, en cambio, consideraban el corto plazo: razonaban pensando en una economía que no opera a rendimiento pleno y cuyos motores fundamentales no impulsan forzosamente hacia una situación de equilibrio. Además, el razonamiento keynesiano tiene como trasfondo unos precios estables, en tanto que los monetaristas conceden mucha importancia a la diferente evolución, tanto en valor como en volumen, de una dimensión (términos nominales opuestos a términos reales) tomando explícitamente en cuenta la inflación.

IV. La controversia de política económica

Fundándose en sus resultados empíricos, a saber, el prolongado y variable "rezago de Friedman", y en sus teorías, es decir, la influencia desestabilizadora de las expectativas de inflación sobre la relación Phillips, los monetaristas concluyen que una política monetaria anticíclica tendrá, frecuentemente, el efecto de amplificar el ciclo, en vez de atenuarlo. La grande importancia que atribuyen a la variable monetaria contradice, pues, algo su fórmula política: la política monetaria tiene que atenerse a una regla fija de expansión del dinero. El acervo monetario tiene que aumentar, en todo momento, a una misma tasa fija, a fin de minimizar las posibilidades de efectos cíclicos inoportunos. Esa tasa de crecimiento fijo debe ser conocida previamente. A largo plazo, habrá de guardar correspondencia con el crecimiento real esperado. El financiamiento, entonces, se limita a las necesidades de la producción real. Un crecimiento monetario demasiado grande, o demasiado pequeño, conduce, respectivamente, a la inflación o a la deflación.

En un mundo en que cierto hábito inflacionista ha suscitado expectativas de inflación, el paso a una expansión monetaria fija debe, en todo caso, ser progresivo, aun cuando en períodos transitorios sea menester financiar también la inflación esperada.

La política presupuestaria, que, conforme a la óptica keynesiana, resulta cardinal para la política de estabilización económica, es rechazada por los monetaristas, quienes, fundándose en resultados empíricos, la consideran como relativamente ineficaz. Además, estos últimos juzgan errónea la idea keynesiana según la cual sería posible proceder a ajustes de precisión en política económica; los monetaristas prefieren atenerse a las evoluciones ten-

¹ Se refiere al término *Stagflation*.

denciales y evitar las intervenciones a medida de la coyuntura.

V. Aplicación de las teorías

Hasta aquí nos hemos ocupado sólo de la tesis monetarista que hace de la expansión del acervo monetario el principal elemento determinante del gasto total, de la inflación y del desempleo. Todavía no se ha abordado la noción cardinal de acervo monetario.

Si bien, con el desarrollo y la democratización de los bancos y de las finanzas, capas cada vez más amplias de la población disfrutan de una oferta creciente de títulos financieros, se ha tornado también cada vez más difícil definir la cantidad de dinero y de liquidez significativa para la economía.

La primera variante que se advierte del acervo monetario es la suma de los billetes de banco y de los depósitos a la vista. Este dinero, en sentido estricto, se designa por M_1 en las estadísticas. Sin embargo, parte importante de la liquidez de la economía asume la forma de cuentas de ahorro y a plazo y puede convertirse rápidamente en capacidad adquisitiva. Si estas cuentas son tomadas en consideración, se tiene el concepto de M_2 , o dinero en sentido amplio. Este razonamiento puede aplicarse a las demás formas de cuasidineró: obligaciones, letras de caja, acciones ordinarias, etc. Todas poseen cierto grado de liquidez. Según las modalidades institucionales de los diversos países, se han elaborado algunas otras definiciones significativas del dinero (en Estados Unidos, por ejemplo, de M_1 a M_6), que se observan como indicadores de la evolución monetaria.

Más allá de la definición del acervo monetario se perfila el problema de la velocidad de circulación, es decir, del número de veces que la masa monetaria pasa de mano en mano. Si la velocidad de circulación aumenta, será posible efectuar un mayor volumen de gasto con la misma cantidad de dinero, en el curso de un año determinado. El carácter previsible del ingreso monetario, con base en la expansión del dinero, depende, pues, sobre todo, de la velocidad de circulación. Los monetaristas creen que ésta evoluciona de manera suficientemente estable.

Para seleccionar una variante monetaria, los monetaristas se inspiran en los hechos. Un análisis empírico debe determinar qué "M" predice mejor las modificaciones del ingreso monetario.

Queda un último obstáculo para pasar de la teoría a la política monetarista: el control del acervo monetario. Como el acervo monetario, cual un todo, no puede ser completamente controlado por los bancos centrales, Brunner y Meltzer han introducido el análisis del dinero básico.

Se trata del dinero creado por las autoridades monetarias, que sirve de reserva para que, a su vez, se cree el dinero y el crédito de los bancos.

Conforme al análisis de Brunner, Meltzer y otros, el dinero básico es el principal factor determinante de la evolución del acervo monetario. Por definición, el acervo monetario es igual al producto de la base monetaria por el multiplicador de esta última; dicho multiplicador está determinado por el comportamiento financiero y monetario de los bancos y del público.

El análisis de la base monetaria tiene la ventaja de aislar una variable sobre la cual pueden influir inmediatamente los bancos centrales. A esto se opone el hecho de que la aplicabilidad de semejante política monetaria se torna, en tal virtud, tributaria de la estabilidad relativa del multiplicador de la base monetaria. Además, el valor del análisis disminuye a medida que las economías examinadas se orientan más hacia el exterior.

Los keynesianos ponen en duda el valor operativo del análisis monetario tradicional y del análisis, más reciente, de la base monetaria. Estiman que la velocidad de circulación y el multiplicador de la base no son suficientemente estables, y subrayan los diagnósticos opuestos que resultan de la evolución de los diferentes agregados de M . Los monetaristas replican que la política monetaria keynesiana, que gira en torno de la manipulación de las tasas de interés por los bancos centrales, suscita objeciones análogas. Porque, en efecto, ¿qué es "la" tasa de interés de los mercados del dinero y del capital? Por lo demás, la facultad que la banca central tiene de influir en todas las tasas se halla sujeta a limitaciones.

VI. Los bancos centrales: entre la tasa de interés y el crecimiento monetario

En los últimos años, algunos bancos centrales importantes han modificado la orientación de su política monetaria bajo la influencia del pensamiento monetarista.

El Sistema de la Reserva Federal de Estados Unidos se esfuerza en mantener las tasas de interés a muy corto plazo y la expansión monetaria (M_1 y M_2) dentro de normas previamente fijadas que se adaptan de manera regular y flexible. Se trata aquí, con toda evidencia, de una política transaccional.

Los bancos centrales de Suiza y de Alemania Federal determinan a comienzos de año las normas de expansión monetaria. El banco central suizo fija una cifra indicativa para la base monetaria y el acervo de dinero, en sentido estricto, M_1 . En la República Federal de Alemania, la norma de expansión sólo se fija para la base monetaria; por tercera vez consecutiva, esta norma es del 8%. En esto, Alemania es la que más se acerca a la regla fija de expansión monetaria preconizada por Friedman, en el entendimiento de que las previsiones de inflación son, asimismo, tomadas en cuenta para fijar la norma.

El hecho de que los tres países que han implantado una política monetarista son también los que tienen más éxito en la lucha contra la inflación no aporta una prueba categórica de la eficacia superior de una política monetarista. La verdad es que, en dichos países, las relaciones socio-económicas son muy diferentes.

Por su parte, el Banco Nacional de Bélgica rehúsa practicar una política monetaria unívoca, debido, por una parte, a cierto escepticismo en cuanto a la aplicabilidad de tal política en una economía abierta y, por otra, al efecto desfavorable que una política de ese género puede ejercer sobre la tasa de interés.

VII. Conclusión

La estanflación, de los años 1974-1976 restituyó

todo su actualidad al debate entre keynesianos y monetaristas. En vista del fracaso de las medidas de política económica adoptadas hasta entonces, se ha llegado inclusive a comprobar en determinados países una apertura prudente hacia una política monetarista. De igual manera, se ha procurado, en el decurso de dichos años, justificar, en el plano teórico, el mecanismo de transmisión entre el sector del dinero y el sector de los bienes comerciales.

Independientemente de si son pertinentes y exactas las tesis respectivas, los méritos inmediatos del debate monetarista han sido, de un lado, descubrir más claramente el mecanismo de la economía y, del otro, señalar cierto número de problemas de política que la exaltación ante los postulados del pleno empleo y del crecimiento, de inspiración keynesiana, habían hecho olvidar.

Liquidez internacional y el actual proceso de ajuste*

Dante Simone

I. Proceso de ajuste internacional

El proceso de ajuste internacional continúa mostrando la estructura de desequilibrio, que es ya característica en los últimos años. Por cuarto año consecutivo los países no petroleros en vías de desarrollo han tenido un fuerte déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos. En 1976 ese déficit, de 28 mil millones de dólares, fue, sin embargo, 10 millones de dólares menor que en 1975, especialmente debido a la disminución en los desequilibrios en Latinoamérica y Asia.

La situación económica mundial fue favorable a la disminución de los desajustes, ya que se ha entrado a una fase de recuperación de la actividad económica. La tasa de inflación mundial mostró en 1976 tendencia a disminuir, aunque este proceso podrá revertirse de continuar la aceleración que se ha venido registrando en los primeros meses de

* Ponencia presentada por el Dr. Dante Simone, Director Ejecutivo del Fondo Monetario Internacional, en la XXIV Reunión de Gobernadores de Bancos Centrales Latinoamericanos, celebrada en la ciudad de Guatemala, en mayo de 1977.

1977, por ejemplo, en la tasa de inflación de Estados Unidos.

El déficit de los países en desarrollo no petroleros unido al de los productores de bienes primarios más desarrollados totaliza, aproximadamente, unos 42 mil millones de dólares, que es igual al superávit de los países petroleros. Se espera que esta situación permanezca inalterada durante 1977, siendo quizá la única posibilidad de cambio significativo el deterioro progresivo de la cuenta corriente de la balanza de pagos de Estados Unidos.

Del total del déficit de los países en desarrollo aproximadamente un 40 % es financiado a través de transferencias e inversión extranjera, lo que no eleva la deuda externa de estos países, y el 60 % restante es financiado a través de préstamos a largo plazo de diversas instituciones oficiales y préstamos a mediano y corto plazo de la banca comercial, especialmente a través del mercado de euromonedas.

Sin embargo, los países en desarrollo, además de financiar sus déficit, han continuado acumulando reservas durante el período 1973-1976, proceso que se ha hecho más intenso en el último año.

