

POLÍTICA MONETARIA INTERNA: ¿SI NO ES MONETARISMO, ENTONCES QUÉ?

STEVE FAZZARI Y HYMAN MINSKY *

Durante la recesión de 1979, y en medio de una significativa demanda de dólares, la Junta de Gobierno del Sistema de Reserva Federal, a través de su presidente Paul Volcker, anunció un cambio en la operación de la política monetaria de ese sistema, que afectaba al monetarismo "práctico" de tal forma, que la Reserva Federal de ahí en adelante tuvo que usar la cantidad y la tasa de cambio de algunos agregados monetarios como objetivo inmediato de política. De esta manera, la Reserva Federal no estaría tan directamente comprometida con las tasas de interés, las condiciones de mercado monetario, e incluso con el funcionamiento normal de la economía.

Una condición implícita en el monetarismo, sea "práctico" o "rígido", es que no es necesario que la Reserva Federal funcione como "prestamista de última instancia", es decir, como rescatador de instituciones, estabilizador de los mercados financieros (por medio del refinanciamiento de los bancos y otras entidades del mercado de dinero), o como proveedor de reservas.

El monetarismo considera además indispensable evitar la inestabilidad financiera que fuerza a las intervenciones del prestamista de última instancia, sea en la transición hacia las medidas monetaristas o bien una vez que éstas se han establecido, y que si la inestabilidad llega

* Los autores son profesor asistente y profesor de economía, respectivamente, de la Washington University, St. Louis, Missouri.

Traducción de Andrés Blancas N. y Constantino Pérez M. —alumnos de la DEFFE y técnicos académicos del MEC— del artículo "Domestic Monetary Policy, If Not Monetarism, What?" publicado por *JEI* núm. 1, marzo de 1984.

a producirse, sus efectos no sean tan graves al decidir el control de su curso. La regla es que desde este punto de vista, el banco central no toma acciones especiales en la crisis financiera aunque ésta esté presente en su programa de agregados monetarios.

Las bancarrotas en cascada y otras afecciones financieras no pueden ocurrir, y si ocurren, no serán tan graves ya que presumiblemente el sistema se estabiliza automáticamente. Los monetaristas niegan relevancia a la experiencia de 1929-1933 en relación con la economía actual, y argumentan que lo ocurrido en 1974-1975 y en 1981-1982, o se mal interpretó —no hubo una seria amenaza— o fue culpa de las autoridades.

A mediados de 1982, mientras la economía estaba inmersa en la peor recesión desde la Segunda Guerra Mundial, se produjo una verdadera cascada de iliquidez y de instituciones financieras insolventes, y, casi al mismo tiempo, se produjo una gran demanda de dólares. Al ocurrir esto, la Reserva Federal se vio obligada a ponerse el sombrero de “prestamista de última instancia” y abandonó el experimento con el monetarismo práctico. La intervención de prestamista de última instancia en 1982 adoptó la forma de reto financiero de las instituciones nacionales e internacionales, y de fuente de reservas del sistema financiero. Como resultado, las tasas de interés cayeron rápidamente y se aceleró el crecimiento de los agregados monetarios. Así, a casi seis meses de abandonada la política monetarista de la Reserva Federal, empezó lo que parecía ser una recuperación robusta.

No obstante la aparente asociación del monetarismo con las recesiones profundas, que se manifestó en la crisis financiera, y la correspondencia entre el abandono del monetarismo y la recuperación, las autoridades del sistema monetario junto con diversos analistas influyentes en la economía rinden culto, así sea insincero, a las leyes monetaristas. La vieja frase gastada de que “usted no puede vencer algo con nada” sigue siendo razón para la supervivencia del monetarismo.

En el estado actual en que está el keynesianismo ortodoxo, no hay un modelo no monetarista bien articulado para el quehacer de la política económica. Por tanto, la pregunta que requiere ser retomada es: ¿Si no es monetarismo, entonces qué? En este artículo esbozaremos una alternativa teórica al monetarismo y una pauta alternativa de política económica.

El monetarismo es instrumento analítico tanto como juego de reglas

de política, que deriva en la proposición de que las economías de mercado que tienen sistemas financieros convulsivos, complejos y evolucionados, funcionarán no sólo en forma coherente sino también eficientemente en el pleno empleo y con precios estables, si la Reserva Federal sigue la regla de política monetarista de expansión constante de la oferta monetaria, o de la base de reserva a una tasa de crecimiento aproximadamente igual a la de la capacidad productiva. Pero la regla de política inflexible del monetarismo está asociada históricamente con amenazas intermitentes de incoherencia. De esta forma, surgen cuestiones como: 1) ¿Existen medidas posibles de política que puedan ser más efectivas en la presente estructura institucional?, y 2) ¿Existe una estructura institucional alternativa que conduzca mayormente a la estabilidad que la que rige actualmente? Este artículo re-toma tales interrogantes.

Nosotros argüimos que la política basada en los preceptos monetaristas refuerza el deterioro del crecimiento económico, tal como ha sido la tendencia característica de las economías avanzadas de empresa desde los años sesenta. Esto es así porque el monetarismo admite especificaciones fundamentalmente equivocadas sobre cómo el dinero, y las variables financieras en general, afectan el funcionamiento de las economías capitalistas desarrolladas.

Lógicamente, el monetarismo es una relación continua básicamente abstracta del equilibrio general que toma a los cambios y a la colocación de recursos como los principales problemas económicos que deben explicarse, y deja de lado el proceso de acumulación para su estudio posterior. Sin embargo, las intervenciones del dinero y de la política monetaria afectan directamente los procesos de creación de recursos "reales" en nuestro tipo de economía.

La crítica al monetarismo y los argumentos para una alternativa que expondremos, se harán examinando, primero, los supuestos institucionales usados para defender el acercamiento monetarista a la política, y luego mostrando que tales supuestos son demasiado rígidos en relación al orden institucional actual de nuestro sistema financiero. Como resultado, serán innecesarias las referencias a las acciones de política monetarista y las interpretaciones de los sucesos. Nosotros ofrecemos, pues, una estructura alternativa de interacciones políticas que posibiliten una mayor aproximación a la expansión no violenta, en una economía como la nuestra con instituciones actuales, creadas en años recientes. Esta estructura de intervención política se basa en el aná-

lisis keynesiano, que toma la creación de recursos como el asunto económico central.

LOS FUNDAMENTOS TEÓRICOS DEL MONETARISMO

El acercamiento monetarista a la política macroeconómica se basa en la proposición de que existe un equilibrio general en la economía; es decir, hay una colocación de mercancías y una fijación de precios relativos con los cuales los intercambios pueden realizarse de manera que cada agente autónomo se ve imposibilitado de intercambios ventajosos. Además, este sistema de colocación y de precios es autoaceptado puesto que ninguno tiene ventaja en cualquier cambio una vez que la economía alcanza tal equilibrio. Se postula también que cada agente es afectado sólo en su propia colocación y en los términos en los que ésta puede cambiarse; esto es, cada agente sólo protege las variables y cambios "reales". En tal situación, el dinero no tiene otra virtud que la de facilitar el intercambio, lo que puede producir una pequeña diferencia si los precios monetarios son altos o bajos, mientras que los términos relativos en que los productos son utilizados no sean afectados. Por ello en un cambio del equilibrio el dinero no es factor determinante del funcionamiento de la economía. Los bancos, aunque nunca se mencione, son facilitadores del intercambio, no organizaciones financieras.

Desde que los teóricos del equilibrio general amplían su análisis e incluyen al dinero y al sistema financiero, las definiciones formales y las relaciones que utilizan son rígidas y arbitrarias.

Se supone que existe el dinero porque se logra un aumento en la eficiencia de las transacciones mediante la eliminación de la necesidad de una doble concurrencia.

En esta teoría los costos de la inflación "se reducen al mínimo" (*shoe lather effects*); el ahorro extra de los saldos de caja conducen, en torno a la preferencia del dinero, a un ambiente y a una "mayor brecha" inflacionarios. Cuando, simultáneamente, se descubre un cambio en la economía atemporal y se reconoce que no existen los mercados de futuro perfectos, se introducen los valores en la estructura de cambios para permitir intercambios en el tiempo. La función de estos valores es la de facilitar a los agentes una transferencia de su poder adquisitivo de un periodo a otro.

El papel de los bancos, en el hipotético sistema general de equili-

brio financiero, se limita a la de un agilizador del mercado, concentrando la información básica para los prestamistas y prestatarios hasta que, supuestamente, aumente la eficiencia de las transacciones. La innovación financiera incrementa la eficiencia reduciendo los costos de transacción. Sin embargo, las instituciones financieras no juegan un papel fundamental en la valoración de los activos de capital, la cual se determina por el equilibrio de las preferencias temporales y la técnica de producción, ajenos al modelo.

De acuerdo con la versión monetarista de la teoría general del equilibrio, las instituciones financieras, el dinero y los valores, existen para reducir las dificultades de cambio en mercados parciales e imperfectos. Esto genera una demanda de dinero que los monetaristas integran a la estructura general del equilibrio. Aunque de todas maneras el precio absoluto del dinero se fije unitariamente por su papel como mercancía numeraria en el sistema, su oferta y demanda se igualan por el ajuste en el nivel general de precios de todas las otras mercancías.

La concepción del papel del dinero en la economía como un facilitador del intercambio conduce a agilizar el mercado, esto es, que la oferta y velocidad del dinero determinan el nivel absoluto de precios. El análisis monetarista, de acuerdo con esto, se constituye en el socio natural de la teoría estática del equilibrio general.

Sin embargo, en la teoría monetarista del equilibrio general las condiciones de amplitud del mercado limitan al dinero diferenciándolo de las demás mercancías, porque la oferta del dinero no es resultado de preferencias, dotaciones, o de la tecnología, sino que más bien se determina por la política gubernamental a través de la banca central. La conclusión del modelo de equilibrio general requiere, por tanto, una especificación de las reglas que determinan la oferta monetaria puesto que éstas se traducen en la generación de resultados óptimos. Esto, desde luego, supone que la economía funciona actualmente como lo indica el modelo del equilibrio general.

En pleno equilibrio, la teoría monetarista considera que la oferta absoluta de dinero afecta en principio al equilibrio general del nivel de precios, y tiene poco o casi ningún impacto sobre las variables económicas reales. Sin embargo, aunque reconoce que el sistema no siempre está en equilibrio, supone una fuerte convergencia hacia éste. Asimismo, asegura que a lo largo del curso convergente hacia el equilibrio la política monetaria puede afectar de modo significativo las

condiciones reales de la economía. Exactamente el cómo ocurre esto no es aclarado por la teoría monetarista, ni la determinación de la dinámica de dicho curso es especificada.¹ Estos sobresaltos pueden ser de origen natural —una mala cosecha— o resultado de una política inesperada, no prevista. De esta forma, la política monetaria puede afectar la actividad real, pero sólo por un disturbio inicial del equilibrio supuestamente eficiente. La posición monetarista básica no es sólo que “[el dinero] únicamente ejerza una influencia distinta e independiente de sí mismo cuando se sale del orden”, sino también que el dinero usualmente se sale del orden debido a errores de política.²

De acuerdo con la visión monetarista, el objetivo de la política es, en consecuencia, el de proveer un medio financiero estable en el cual puedan operar las fuerzas reales que empujan a la economía hacia el equilibrio general y, por consiguiente, sostenido. En este sentido el sistema financiero es visto como algo inherentemente estable; con la valoración de los activos de capital, las tasas de interés, etcétera, determinadas por las condiciones de oferta y demanda estables. Ahora bien, aunque pueden ocurrir inevitables *shocks* a los que el sistema tiene que ajustarse, no hay razón para que el gobierno los genere a través de “sorpresas” en la política monetaria. De esta forma, lo mejor que puede hacer el gobierno es persistir en políticas que mantengan la estabilidad; debe, entonces, procurar un crecimiento sostenido lento de la base de la reserva. De acuerdo con la teoría monetarista, esto generará un crecimiento estable en la oferta monetaria y niveles de precios que puedan ser predecibles. Éste es el mejor medio monetario y financiero para facilitar la convergencia hacia la eficiencia distributiva del equilibrio general.

LA ESTRUCTURA TEÓRICA KEYNESIANA

La visión monetarista de cómo funciona una economía capitalista financieramente compleja supone la existencia de procesos dinámicos

¹ Friedman, en su análisis teórico, especifica las ecuaciones dinámicas del ajuste. Sin embargo, éstas suponen, sin demostración, que el sistema converge hacia el equilibrio general en el largo plazo. Véase sección 9 de Milton Friedman, “A theoretical Framework for Monetary Analysis”, en *Milton Friedman's Monetary Framework*, Ed. Gordon, Chicago: The University of Chicago Press, 1970.

² Mill, J. S., *Principles of Political Economy*, citado por Milton Friedman: “The Role of Monetary Policy”, *American Economic Review* núm. 58, marzo de 1968, p. 12.

que empujan a la economía al equilibrio general, donde la validez de sus normas sobre la oferta de dinero para conformar una política, es accidental al considerarse la fuerza de sus supuestos cruciales. El argumento de J. M. Keynes y de la revolución keynesiana fue, y continúa siendo, que no hay razón alguna para esperar que una economía capitalista moderna converja hacia, o sostenga una estabilidad, un equilibrio general, en las condiciones de amplitud del mercado. El análisis de la dinámica del mercado, tan destacada por Keynes y sus seguidores —quienes incorporan las finanzas y los bancos—, deriva en la proposición de que el sistema de mercado capitalista es esencialmente *inestable*.

El moderno análisis keynesiano no se inicia en un equilibrio determinado de fijaciones y precios relativos, ni tampoco indaga las condiciones que tienen que establecerse en la conducta del mercado de forma que un equilibrio se logre y se sostenga.

El moderno punto de vista keynesiano se inicia con la creación y control de recursos bajo las condiciones capitalistas actuales (del mundo real); se especifica institucionalmente y analiza con claridad una economía capitalista con un sistema bancario y financiero avanzado, cuya principal actividad es la economía financiera. Esto significa que las empresas que obtienen y usan los activos de ese capital, tienen que pagar a los bancos al vencer el plazo del financiamiento adquirido con anterioridad. La visión de los hombres de negocios y los banqueros de *Wall Street* sobre las condiciones de riesgo (para financiar la actividad y propiedad de su capital), que son aceptadas o rechazadas por sucesos posteriores, se constituye en base teórica esencial e institucional de la teoría keynesiana.

En esta teoría, las modalidades en la inversión son las determinantes fundamentales de las variaciones en la actividad económica. Dadas la inversión, los activos de capital en cartera y el nivel de producción, los activos de capital son motivados por las ganancias. Sin embargo, dados los activos de capital usados en la producción, las posibilidades de ganancia se determinan por el estado corriente de la demanda y de los costos no presupuestados; Keynes llamó a estas perspectivas de ganancia “el estado de expectativas a corto plazo”. Las ganancias futuras que motivan las decisiones de inversión se producirán después de un periodo de varios años. De esta forma, la visión corriente sobre el estado futuro de la demanda y los costos en un periodo de varios años, así como los términos financieros, determinan la inversión. Keynes

llamó a estas posibilidades de ganancia “el estado de las expectativas a largo plazo”.

Debe enfatizarse que para Keynes las expectativas a largo plazo no son expectativas para un futuro distante: son, como las expectativas a corto plazo, posibilidades corrientes.

La actual situación económica, determinada por el monto de la inversión, es un resultado de corto plazo. En la teoría keynesiana hay sólo una sucesión de cortos plazos, y sus resultados afectan la producción y las decisiones de inversión.

La producción corriente, la inversión para crear capacidad de uso futuro en la producción y la propiedad de activos de capital, tienen que ser financiadas. Tal financiamiento de las actividades empresariales determina una serie de plazos y obligaciones de pago del sector empresarial a los bancos y a otras unidades financieras. El compromiso incluido en la estructura de riesgos que será “aceptada” o “rechazada” por las operaciones subsecuentes de la economía, depende de las ganancias obtenidas por las empresas. Así, la validación del pasado por el presente es crucial para mantener la inversión.

Las empresas querrán invertir si confían en que los flujos de ganancias futuras serán suficientes para cubrir los precios de los activos de capital y los compromisos de deuda con un “margen de seguridad”. Si los banqueros tienen el mismo punto de vista, financiarán y se producirá la inversión.

Por otra parte, las caídas recientes de los flujos de ganancias —para validar la estructura de riesgos adquirida—, afectarán de manera adversa las expectativas corrientes de largo plazo, y esto, a su vez, reducirá la demanda para el financiamiento de la inversión así como la disponibilidad de financiar la inversión disminuirá por el efecto adverso sobre las instituciones financieras que aceptaron tales caídas.

La clave para mantener la inversión es la aceptación de lo heredado: las estructuras financieras históricamente creadas; esto requiere que el flujo del dinero corriente de las operaciones empresariales alcance un nivel estándar definido por la estructura de riesgos y los mercados financieros. De este modo, las altas ganancias corrientes son el resultado de una fuerte demanda corriente que, de acuerdo con la visión keynesiana, sería resultado de una fuerte inversión corriente.

Es esa aceptación de la deuda/ganancia la que deriva en la poten-

cial inestabilidad real y financiera en la economía capitalista, pues la continuación de la inversión depende de la aceptación de la estructura de riesgos que, a su vez, depende de las condiciones de demanda determinadas fundamentalmente por la inversión corriente. Así, una baja en la inversión corriente puede tener un efecto de “bola de nieve” a través de sus repercusiones sobre el sistema financiero: esto puede llevar a un colapso de demanda agregada y de ganancias, que amenazan la viabilidad del equilibrio global de la estructura financiera. Por otra parte, las perspectivas inicialmente optimistas o la pronta disponibilidad de financiar, pueden generar un alza inflacionaria autosostenida en la que los incrementos en la demanda de inversión dejan atrás los financiamientos disponibles, derivando en explosiones de la tasa de interés.

Esta visión keynesiana de los procesos del mercado capitalista, en contraposición con la del monetarismo, considera que los procesos dinámicos en la economía no son estables sino más bien lo contrario ya que existen interacciones externas desestabilizadoras. Por consiguiente, las prescripciones de política propuestas por el punto de vista keynesiano son totalmente diferentes de las recomendaciones de *laissez faire* de los monetaristas. Como las ganancias agregadas son el eslabón crucial en la dinámica de la inversión, y como la inversión impulsa la economía capitalista, un propósito esencial de política es el de restringir la fluctuación de las ganancias.

El análisis de Michael Kalecki de los determinantes de las ganancias, muestra que las ganancias globales dependen del déficit o superávit gubernamental así como del nivel de inversión, entre otras variables.³ Esto significa que la política será estabilizadora si una pequeña caída de la inversión privada deriva rápidamente en un déficit, y un crecimiento acelerado de la inversión lleva rápidamente a un superávit presupuestal. Por lo tanto, y de acuerdo con este análisis, la política macroeconómica opera principalmente a través de sus efectos sobre las ganancias.

Desde la perspectiva de la teoría keynesiana es necesario un gobierno fuerte, con un alto presupuesto de ingresos, para estabilizar la economía; pero esto no parece ser suficiente. Bajo circunstancias que han surgido de vez en cuando en años recientes, la estabilidad de

³ Kalecki, M., *Selected Essays on the Dynamics of Capitalist Economy*. Cambridge University Press, 1971.

nuestro complejo sistema financiero puede ser mantenida sólo si la reserva federal interviene como un prestamista de última instancia.

Las estructuras de riesgo creadas por los patrones históricos de financiamiento de la inversión se entrelazan con el desarrollo del mercado financiero para producir nuevas estructuras de riesgo, tan frágiles, que el cubrir las obligaciones de pago de una banarrota aislada deriva rápidamente en una cascada de bancarrotas. Existe, pues, un potencial de turbulencia financiera y colapso constante en una estructura financiera compleja en la que los compromisos de pago son relativamente largos para los principales salarios, ganancias, o bases impositivas. La política fiscal del gobierno hará menos probable tal colapso al operar sobre el nivel global de los fondos aprovechables por las unidades privadas y validar los riesgos privados. Sin embargo, la velocidad con la cual se deja de pagar puede requerir, a través de los distintos estratos de necesidades de financiamiento, un segundo componente de política de estabilización: la intervención del prestador de última instancia que por tanto, justifica su necesidad.

Las bancarrotas resultantes de obligaciones financieras que no pueden ser validadas, ocurren de hecho por problemas en unidades individuales: el caso es diferente cuando se presentan debido a problemas sistemáticos. El refinanciamiento del prestamista de última instancia no es apropiado para prever bancarrotas particulares sino para prevenir y limitar una cascada de bancarrotas. El propósito es contener los incrementos en los riesgos resultantes de las obligaciones financieras, de una drástica caída en los valores de capital y de las inversiones.

El desarrollo de las condiciones que hacen de las bancarrotas, y de las amenazas de éstas, un problema sistemático, se presenta como un fenómeno interno en la visión keynesiana del proceso económico, mientras que los monetaristas lo atribuyen a inexplicables *shocks* externos.

ESTABILIZADORES FISCALES Y MONETARIOS

El punto de vista keynesiano sobre las características fundamentales de una economía moderna de mercado es bastante diferente del monetarista. En tanto que en la visión keynesiana la inestabilidad es resultado ineludible de decisiones descentralizadas que se toman en una economía con un moderno y complejo sistema financiero, los monetaristas, aparentemente cegados por las exactitudes del modelo de mer-

cado competitivo, con su demostración formal de la existencia y propiedades de autosustentación del equilibrio competitivo, afirman que debe existir un mecanismo financiero —un sistema bancario y sus reglas de comportamiento— que favorezca la convergencia de la economía hacia un equilibrio autosostenido. Tal creencia motiva la insistencia de los monetaristas en pro de una estructura bancaria óptima y por reglas fijas para el comportamiento del banco central.

A pesar de los argumentos teóricos formales usados para respaldar al monetarismo, éste sólo puede ser visto como mera solución monetaria o como expediente empleado para resolver los continuos problemas inherentes al capitalismo en Estados Unidos. De esta manera, los pasados experimentos para la reforma monetaria, que incluyeron al primer y segundo bancos de Estados Unidos; la era pos Jackson de libertad (o de empresa arriesgada) bancaria; el sistema nacional bancario, la era del papel moneda, la reasunción de los pagos en efectivo, las campañas populistas con el tema de la Cruz de Oro y la panacea de un banco central en forma de Sistema de Reserva Federal, tuvieron como motivo común el que todo podría estar bien con que el problema monetario fuese resuelto.

En la teoría de Keynes es fundamental la proposición de que la inestabilidad resulta de cómo se concibe al dinero dentro del sistema de prestatarios y prestamistas —disyuntiva básica de la economía capitalista moderna—. En su análisis el dinero nunca es un factor externo que no afecta la fijación de recursos y precios relativos, sino que está siempre integrado al funcionamiento de la economía.

En una economía capitalista el dinero cuenta en la determinación de la inversión y del sistema de precios de los activos de capital y financieros a través de las relaciones complejas de préstamos, deuda y tasas de descuento. Así, una economía monetaria es un “sistema económico de dos precios” en el que se dan diferencias fundamentales en el proceso que determina los precios de producción y de los activos de capital.

El modelo, en esencia, está conectado con las condiciones de los mercados financieros y monetarios,⁴ por lo que el comportamiento de la economía no puede ser explicado suponiendo en principio aparte al dinero, para luego introducirlo arbitrariamente. Esto es así porque

⁴ Véase Keynes, J. M., *The General Theory of Employment, Interest, and Money*, Londres, Macmillan, 1936, y Minsky, H. P., *John Maynard Keynes*, Nueva York, Columbia University Press, 1975, especialmente los capítulos 4 y 5.

las proposiciones derivadas de la construcción teórica de una economía no monetaria están basadas sobre el supuesto de que solamente las variables reales importan, mientras que en nuestro tipo de economía hay clases importantes de unidades de decisión, por ejemplo los bancos, para los cuales los valores nominales son todo lo que realmente importa. Estas realidades institucionales hacen al monetarismo ineficaz para la comprensión de nuestras economías, e inapropiado como guía para la política.

El defecto esencial del capitalismo consiste en la posibilidad del surgimiento de relaciones financieras que pueden conducir a la inestabilidad creciente. Los procesos que llevan a tal surgimiento implican que la previsión para una respuesta de "oferta monetaria" ante la inestabilidad, está condenada a fracasar. Porque debido a la actitud de las empresas y de los bancos hacia las ganancias y oportunidades de ganancia, la economía escapará de cierto equilibrio correspondiente a un nivel dado, o tasa de crecimiento del dinero, —pese a estar definido—, para luego moverse progresivamente más allá del estado o senda del equilibrio.

El análisis teórico de una formulación integrada de deuda-inversión del curso de la economía, muestra que ésta puede caer en incoherencias después de un intervalo inicial de comportamiento aparentemente coherente.⁵

La aparente coherencia, sin embargo, puede lograrse fuera de los procesos de incoherencia generada si son establecidas las restricciones adecuadas en la operación del sistema o si la intervención conveniente se lleva a cabo. La historia nunca muestra nada, pero puede elaborarse un caso a propósito, ya que por naturaleza las economías de libre mercado se rechazan porque no hay nada en que apoyarse excepto en "islas resguardadas" dentro de una economía más grande. En toda economía excepto en esas islas, hay precios determinados institucionalmente, rigidez de salarios y sistemas de intervención de las autoridades fiscales y monetarias.

Como anotamos en la introducción, "usted no puede vencer algo con nada". Así, probar que los fundamentos teóricos del monetarismo son en esencia irrelevante, es fácil para la operación del sistema de mercado moderno; sin embargo, esta demostración obliga a preguntarse: ¿si

⁵ Véase Day, R. M., "Irregular Growth Cycles", *American Economic Review*, 72 (junio 1982), pp. 406 a 414, para las "matemáticas" que muestran cómo puede ocurrir un deterioro hacia la incoherencia.

no es monetarismo, entonces qué? Necesitamos, pues, una alternativa a la política monetarista que refleje la teoría económica keynesiana y dé una percepción realista de la estructura institucional moderna del sistema financiero.

En la sección previa mostramos que las ganancias en una economía capitalista moderna están determinadas por el nivel y composición de la demanda, donde mayor inversión y déficit gubernamental significan más altas ganancias, y mayor déficit comercial externo implica menores ganancias.

En nuestra economía los superávit y déficit gubernamentales compensan, al menos en parte, el efecto de las variaciones de la inversión sobre las ganancias; un movimiento hacia los superávit durante la fase de auge contrae las ganancias, y un movimiento hacia los déficit en la fase de depresión las mantiene. En un mundo de complicadas estructuras de deudas, semejante comportamiento de contracción y apoyo ayuda a mantener viables las estructuras de deudas privadas, especialmente si la intervención del prestador de última instancia previene las bancarrotas resultantes del agravamiento de las relaciones durante los *boom* del rápido debilitamiento de la estructura financiera.

Actualmente contamos con un amplio capitalismo de Estado. Si esta gran economía gubernamental trata de conseguir y sostener una aproximación al pleno empleo con estabilidad de precios, debe tener salidas a las restricciones contra las expansiones y recesiones autoaceleradas. Esto significa que el presupuesto del gobierno federal debe moverse marcadamente hacia el superávit cuando se produce inflación, y fuertemente hacia el déficit cuando haya desempleo en gran escala y bancarrotas. Dentro de esta postura de política fiscal, las instituciones de control monetario pueden operar sin efectos desorganizadores extremos. La política monetaria, conforme a esto, aspiraría a controlar la oferta de crédito de modo que los plazos financieros relativamente invariables estén disponibles para las empresas a lo largo del ciclo. Además, el ajuste monetario en la recesión prevendría que el financiamiento del déficit gubernamental empuje al alza las tasas de interés, lo cual debilitaría el efecto expansivo del déficit sobre la inversión privada por medio de sus efectos sobre las ganancias netas de las empresas.

Mientras que el análisis y la política monetarista ignoran los efectos de los cambios en los plazos de financiamiento sobre las estruc-

turas de las obligaciones heredadas y sobre la viabilidad de las organizaciones, la teoría y política keynesiana los enfatizan.

El marco institucional dentro del cual se realiza la política, incluye las obligaciones usuales para financiar el control de los activos de capital y una estructura de intermediación a través de la cual los instrumentos de financiamiento primario son transformados en instrumentos propios o imputables a segundos. Así, la práctica monetarista entre 1979-1982 produjo en una estructura institucional que incluyó ahorros institucionales de largo plazo, activos con tasas de interés fijas, y un compromiso de las empresas sobre activos de capital de larga vida y programas de inversión en proceso, los cuales tienen periodos de gestación y amplias expectativas de vida útil. En tal sentido, los flujos de ganancias de las empresas, que son capitalizados para redituarse los precios de los activos de capital, son diferidos al futuro lejano.

Es aparente que en una economía con activos de capital de larga vida y deudas a largo plazo, los términos sobre los cuales el financiamiento disponible para inversiones y valores en cartera de activos de capital deben tener un "límite más elevado", si el valor de mercado de los activos está siendo mantenido. Además, en una economía con deudas heredadas, donde los términos de los préstamos son sensibles a las tasas de interés del mercado corriente —o porque hay deuda de corto plazo que está variando más o porque las tasas flotan—, el alto nivel de la tasa de interés incrementa la proporción del grueso del ingreso del capital, de los receptores de ganancia, que debe ser asignado para pagar intereses o deudas. Si hay programas de inversión en proceso y políticas de dividendos inflexibles, el alto nivel de la tasa de interés incrementa el monto de financiamiento externo requerido para estos proyectos. Así, el alto nivel de las tasas de interés incrementa la demanda de financiamiento externo en los mercados corrientes de las empresas que están endeudadas e invirtiendo.

Los mercados con curvas de demanda apuntando hacia arriba son propensos a ser inestables, y el mercado de financiamiento de las inversiones de las empresas tiene justamente este tipo de curva en el corto plazo. La tendencia hacia arriba de la curva de demanda por financiamiento se acentúa cuando la deuda gubernamental de corto plazo es grande; porque mientras más alta es la tasa de interés, más grande es el costo a sobrellevar en la deuda gubernamental, más amplio el desplazamiento del presupuesto gubernamental hacia el déficit, y por tanto más grande la demanda de fondos.

Las reglas para una política monetaria y fiscal en un mundo con un gran gobierno y una gran estructura de deuda privada, son claras. El sistema monetario debe acomodarse a las necesidades de financiamiento de las empresas, en el sentido de que el financiamiento esté disponible en condiciones más o menos estables y los términos nominales no estén penalizados, de modo que las fluctuaciones en los valores de los activos sean moderadas. El sistema fiscal debe generar un presupuesto balanceado o un modesto déficit controlado a un nivel de ingreso accesible de manera realista, con cambios hacia el déficit si el ingreso cae y cambios marcados hacia el superávit si la producción empuja contra la capacidad total, o si domina la inflación. Asimismo, el presupuesto no debe *indexarse* con respecto a los gastos o a los impuestos, pues los incrementos de la inflación y la producción tienen efectos equivalentes sobre el presupuesto.

No hay nada nuevo en la combinación de un sistema monetario ajustable que se adecue mejor a los términos de financiamiento invariable y a un sistema fiscal que produce superávit cuando se acelera la inflación, y déficit cuando aparece el desempleo. Al final de la Segunda Guerra Mundial el sistema bancario, las instituciones financieras no bancarias, las corporaciones y otras empresas, tuvieron una excesiva liquidez; los balances de caja y las existencias de activos líquidos fueron siempre altos, así como las deudas de las empresas y los montos bancarios en dinero adquirido fueron muy bajos. La liquidez y la capacidad para financiar los gastos del sistema financiero y monetario fueron tan grandes que pudo producirse una inflación con tasas de dos dígitos. Sin embargo, no hubo inflaciones serias sino hasta finales de los años sesenta. La estabilidad de precios imperó en la fase de tranquilidad monetaria y financiera porque la emergencia de la inflación en un mundo no *indexado* conduce al presupuesto estatal hacia el superávit, lo que contrae las ganancias. Esto hace, además, imposible la expansión inflacionaria.

Los pasados tres años (1981-1983) mostraron lo que ocurre cuando altos déficit son acompañados por contracciones monetarias. De acuerdo con la teoría monetarista, las obligaciones del gobierno, emitidas para financiar el déficit, tienen calidad de dinero una vez que se convierten en activos privados. Los monetaristas sostienen que la inflación es un fenómeno puramente monetario, y favorecen el uso de la contracción monetaria para compensar las presiones inflacionarias causadas por los instrumentos utilizados para financiar el déficit gu-

bernamental. Esta combinación de políticas condujo los incrementos en las tasas de interés a marcas superiores, lo cual, a su vez, excluyó del financiamiento privado a los activos de capital haciendo estragos, en primer término, en los valores de capital. En el verano de 1982, cuando el disturbio financiero nacional e internacional asustó a las autoridades monetarias, éstas abandonaron sus experimentos monetaristas.

Las altas tasas de interés implican que los compromisos de pago crezcan dramáticamente por las deudas que son refinanciadas o indeudadas, y causan además un incremento en los requerimientos de financiamiento externo para proyectos de inversión en proceso.

Con una cantidad dada de ganancias, las crecientes tasas de interés, en una economía con deudas a largo plazo, incrementan la demanda de financiamiento externo de las empresas, lo cual tiende a su vez a elevar más las tasas de interés. Además, los incrementos se transforman en caídas netas de los flujos de caja y disminuciones de los "márgenes de seguridad". Estas reacciones del mercado financiero ocasionan peores resultados respecto a las tasas de interés y reducen tanto el valor de mercado de los activos de capital como la tasa de descuento aplicada a las expectativas futuras de alzas en los flujos de caja. Dichas reacciones continuarán hasta que los incrementos de la tasa de interés lleven los activos a "quebrar" la inversión.

Las respuestas del mercado financiero ante una contracción monetaria y una postura fiscal expansionista parecen augurar el advenimiento de un desplome de los valores de capital, de capitalización de intereses, de no funcionamiento de los préstamos bancarios, y una seria recesión que amenaza derivar en una depresión. Los sucesos de mediados del año 1982 fueron una reacción a la combinación de las políticas fiscal y monetaria de 1979-1981.

Una estrategia de política de déficit y superávit fiscales combinada con una política monetaria flexible, pensada para estabilizar las condiciones financieras, es necesaria pero no suficiente para prevenir el colapso financiero y la subsecuente recesión o depresión. Las autoridades monetarias deben también prevenir, a través de la obtención de información de la estructura de las obligaciones, que de las bancarrotas aisladas escalonadas se pase a grandes quiebras financieras. Un banco central efectivo es necesario como un prestamista de última instancia.

Dentro del marco keynesiano la economía es un territorio agitado donde ocurren pérdidas y bancarrotas. Ambas son indicadores para

que empresarios y banqueros realicen aventuras financieras. Sin embargo, nosotros vivimos en un mundo con bancos y empresas gigantes en el cual las autoridades deben estar esperando para intervenir y proteger estas organizaciones. La necesidad de limitar las aventuras peligrosas de pérdidas y bancarrotas, es incongruente en una estructura en la cual las organizaciones privadas están protegidas contra quiebras por el banco central.

Esto implica que para que una política contenedora de la inflación sea acertada, ninguna organización privada puede ser tan grande que haga necesario que la Reserva Federal y el Tesoro intervengan para prevenir su quiebra aislada o modifiquen las políticas de tal forma que prevengan las condiciones que conduzcan a tal quiebra. Si una organización es tan grande que la Reserva Federal y el Tesoro interviniéran para prevenir su quiebra, entonces la organización tendría que ser en parte socializada; es decir, sus obligaciones serían socializadas. En particular, la participación riesgosa de prestamistas, banqueros o cuentahabientes sería reducida o eliminada, aun cuando la equidad en los riesgos fuera espontánea. Esto implica que las contracciones ante la decisión del riesgo, debido a un temor de bancarrota, serían atenuadas. Tal estructura está, pues, propensa a la inflación.

Así, un argumento en favor de limitar el tamaño de las organizaciones privadas es que la protección que toman contra la quiebra conduce a una tendencia inflacionaria en la economía. Otro es que el tamaño implica poder de mercado, con lo que las unidades muy grandes —que también son protegidas contra la bancarrota— tienen una posición favorable en la competencia por las ganancias entre capitales. Dado que la cantidad de ganancias está determinada por las condiciones macroeconómicas, el efecto de la contracción sobre el tamaño de dicha cantidad, que resulta de un superávit presupuestal antinflacionario, recaerá principalmente en las unidades desprotegidas por el poder de mercado. La incidencia de la contracción, por consiguiente, la resentirán principalmente las unidades desprotegidas, antes que ajustarse a cualquier patrón de eficiencia, de localización, o de conveniencia social. Además, porque en la estructura institucional existente la contracción de ganancias tiene efectos depresivos principalmente sobre las unidades desprotegidas; los términos y la extensión del financiamiento externo disponible para las unidades que no poseen poder de mercado son adversamente menores. En consecuencia,

las grandes organizaciones introducen eficiencias de localización en una economía con instituciones financieras capitalistas.

Así, la distribución del tamaño de las firmas y bancos gira hacia las grandes unidades rezagadas la operación de la política de estabilización. La existencia de dichas organizaciones deberá, probablemente, conducir al uso del recurso más frecuente y significativo de la intervención del prestamista de última instancia como una previsión de las autoridades para contener las grandes bancarrotas. Además, con organizaciones gigantes protegidas, la contracción de las ganancias a través del superávit presupuestal caerá con gran peso sobre las pequeñas firmas y la contracción puede no ser eficaz hasta que se produzcan las quiebras de las empresas y ocurra una profunda recesión.

CONCLUSIÓN

En este artículo hemos esbozado una alternativa a la prevaleciente ortodoxia de la teoría del equilibrio general y del monetarismo como el marco para la construcción de una política monetaria y fiscal interna. Y hemos demostrado que una concepción irreal de la economía moderna sirve de base a las recomendaciones de política monetarista.

El punto de vista alternativo de los procesos económicos capitalistas basados en los trabajos de Keynes y Kalecki, entre otros, conduce a una comprensión de las principales relaciones actuales de los procesos de producción y financiero en una economía moderna con un gran gobierno. El resultado es un punto de vista sobre la política económica que mira más allá de los agregados monetarios en las relaciones de financiamiento y los flujos de ganancia.

Nosotros necesitamos desarrollar una estructura institucional para una política fiscal en la cual el presupuesto se mueva hacia el déficit a medida que descienda el empleo, y hacia el superávit cuando se presente la inflación. Los sistemas de tributación y de gasto no deben ser *indexados* por la tasa de inflación, pues ésta generaría un impuesto adicional a los ingresos a través de un "deslizamiento escalonado" (*bracket-creep*), así como el gasto gubernamental permanecería fijo en términos nominales si la inflación estuviera siendo contenida. La caída del ingreso nominal y del empleo llevaría a déficit por la caída en los ingresos tributarios e incrementos nominales del gasto, con crecientes pagos de transferencia.

Dentro de este marco fiscal, la política monetaria tiene un papel que jugar: el amoldarse a la situación fiscal y a las necesidades de las empresas. Las condiciones del mercado crediticio no deben ser limitadas para compensar los déficit que ocurren durante las recesiones. La política debe evitar las altas tasas de interés que han acompañado los altos niveles de endeudamiento gubernamental en los años recientes, lo cual tiende a desplazar el efecto expansionista de los déficit gubernamentales afectando adversamente los valores de capital y los flujos de fondos internos. Asimismo, la Reserva Federal debe funcionar como un prestamista efectivo de última instancia, y contener cualquier rápido crecimiento de las deudas cuando una depresión causa rezagos en las ganancias. Además, la política monetaria flexible debe mitigar el efecto depresivo de las bancarrotas generadas por la elevación de los pagos de las obligaciones relativas a los flujos de las ganancias, para prevenir la caída de los valores de capital a causa de las extendidas bancarrotas y de la crisis de refinanciamiento.

Estas líneas de política difieren marcadamente de los principios que han guiado la política de estabilización de Estados Unidos en los años recientes. Nosotros tenemos actualmente una muy vaga política fiscal compensada por una contracción monetaria.⁶ Esta combinación de políticas conduce a tasas de interés excepcionalmente altas que aumentan la parte de los flujos de caja de las empresas, que deben ser asignados para sostener las fuentes externas de la inversión, e incrementan la probabilidad de la bancarrota. Asimismo, éstas impiden la recuperación económica que se daría a través de los efectos estimulantes del déficit.

Si la política monetarista es efectiva en el control de la inflación, es solamente porque presiona al sistema financiero hasta el punto de una crisis de liquidez que fuerza las intervenciones del prestamista de última instancia. La virtud del control de la inflación a través de la contracción de las ganancias, resultante del superávit presupuestal, lo cual recomendamos, es que no depende de los cambios repentinos en los valores de capital a través de las altas tasas de interés para

⁶ Mientras el déficit corresponde a nuestra prescripción de política en el estado actual (1983) del ciclo de los negocios, nosotros podríamos puntualizar que éste no ha sido motivado por una adecuada comprensión del papel de los déficit en la estabilización de las economías financieramente complejas, sino más bien como resultado de un optimismo completamente irreal sobre el estímulo de la actividad económica a través de cortes fiscales por el "lado de la oferta".

reducir las quiebras en las actividades empresariales. Por esta razón, no se generan estragos en la estructura financiera.

La mayor falla del monetarismo es su visión irreal de las instituciones y de la historia. Su versión agregada de la teoría del equilibrio general no es acertada para una moderna y complicada economía financiera. Es políticamente atractiva porque sugiere que nuestra inflación y estancamiento pueden permanecer estables no haciendo nada. El monetarismo se acopla por completo a la tendencia histórica de Estados Unidos hacia las políticas que ofrecen arreglos rápidos y fáciles a los problemas sociales serios. Por otro lado, el punto de vista keynesiano reconoce que éstas son imperfecciones firmemente adheridas a este capitalismo, pero que la política puede contener y controlar las consecuencias de dichas imperfecciones. No hay, de una vez por todas, "arreglos" de política para nuestra economía institucionalmente compleja.