
EDUARD BERENGUER: *Crisis económica y preferencia por la liquidez**

I

La salida a la crisis económica que el sistema viene padeciendo en profundidad a escala cuasi-mundial a partir del año 1974 aún parece lejana. Por un lado, a pesar del enfoque reactivador planteado por el nuevo presidente de los Estados Unidos Jimmy Carter, parece difícil que este país alcance a finales de este año el 5,2% de crecimiento de su PNB en términos reales que figura en el Informe Anual del Consejo de Asesores Económicos del ex-presidente Gerald Ford. De ahí que, una vez más, deba revisarse su índice a la baja la reactivación, que ya se planteaba muy moderadamente en Europa, con un crecimiento del PNB en términos reales del 3,5%, según el informe de la O.C.D.E. Por otro lado, las tasas de inflación, si bien no tan elevadas como las de los últimos años, continuarán por encima de las que se consideran normales: alrededor del 10% para Europa como media.

Para el caso de España, las expectativas son aún más pesimistas. Los objetivos reflejados en el cuadro macroeconómico que el gobierno presentó al país el pasado marzo van a verse en gran medida incumplidos, especialmente aquellos que hacen referencia a la tasa de inflación. Si a final de año se llega con una tasa de inflación del 30%, teniendo en cuenta que la oferta monetaria sólo tiene previsto un crecimiento del 21%, el país entrará por primera vez en una situación de hiperinflación lo cual por sí sólo va a agravar nuestra ya muy delicada situación.

Estas previsiones, externas e internas, plantean cuatro problemas de difícil solución a corto plazo. En primer lugar, las tasas de crecimiento previstas resultan insuficientes para absorber los volúmenes de paro existentes. En España este problema va a ser más grave debido a que la lenta recuperación de la economía europea va a significar, al igual que en el año pasado, el retorno de un importante número de emigrantes para los cuales, teóricamente, deberían crearse nuevos puestos de trabajo.

En segundo lugar, las todavía elevadas tasas de inflación van a continuar alimentando expectativas alcistas en los precios, de modo que las posibilidades de elección

sobre la correspondiente curva de Phillips se van a situar fuera de los límites de actuación de las políticas fiscales y monetarias que se hallan a disposición de los distintos gobiernos. En la actualidad, la existencia de un proceso inflacionista es un hecho reconocido por todo el mundo, de manera que en el intento de evitar los costes que tal proceso comporta, los distintos grupos afectados tienden a anticipar la tasa de inflación que acaba convirtiéndose en realidad. Una característica que tiene el proceso inflacionario actual a diferencia de otros anteriores es que, independientemente de cual sea su origen, a través de su transmisión via salarios monetarios y precios de los productos desplaza la curva de oferta global hacia la izquierda afectando negativamente a los volúmenes de producción y empleo. En este sentido, los gobiernos se ven impedidos a utilizar políticas fiscales y monetarias de carácter fuertemente expansivo, tanto por los efectos inflacionistas que provocan como por las incidencias negativas sobre la estructura económica de las diversas economías a corto y largo plazo.

En tercer lugar, las disparidades en las tasas de inflación de los distintos países, por un lado, y las moderadas tasas de crecimiento, por otro, dificultan el necesario reajuste de las balanzas de pagos, lo cual tiende a debilitar aún más el precario equilibrio internacional conseguido tras la adopción generalizada de un sistema de cambios flexibles. Los conflictos entre las necesidades internas y externas no han permitido la elaboración de una política monetaria internacional que permitiera, como predice la teoría, que los tipos de cambio se ajustaran suavemente. En este sentido, los desequilibrios en las balanzas de pagos han servido de mecanismo de transmisión internacional de la inflación creando problemas adicionales a aquellos países cuya dependencia del exterior es elevada. Los modelos elaborados por Aukrust¹ y Edgren, Faxén y Odhner² muestran como la tasa de inflación de un país pequeño, o muy dependiente del exterior depende de las diferencias entre la productividad del sector exterior del país y la internacional y de la tasa media de inflación internacional. Aquellos países cuya productividad en el sector exportador es inferior a la de la media internacional se hallan por lo tanto más expuestos a sufrir procesos inflacionistas acusados.

Por último, las tres causas anteriores han contribuido a crear un clima de incertidumbre que ha afectado negativamente a las decisiones de inversión de las empresas. La evolución de los índices relativos a la utilización de la capacidad productiva, niveles de inversión productiva, demanda de pedidos de bienes de capital, niveles de stocks, etc., se hallan muy por debajo de los ritmos de los períodos anteriores sin que lleguen a consolidarle las ligeras tendencias reactivadoras. La desaceleración del ritmo de la inversión productiva es un síntoma de la gravedad de la crisis y plantea, al menos en determinados sectores, un límite a la eficacia de las políticas gubernamentales.

Inflación, desempleo, desequilibrios en la balanza de pagos y atonía inversora constituyen el diagnóstico de la actual situación económica. En esto parecen estar de acuerdo todos los economistas. Sin embargo, ello no ha servido para que los teóricos de nuestra disciplina hayan llegado a un acuerdo respecto a cual es el orden

de importancia de los problemas ni respecto a cuales deberían ser los remedios a adoptar para resolverlos.

La antigua polémica entre neokeynesianos (fiscalistas) y monetaristas que parecía haber llegado a su fin se ha reavivado aunque en forma distinta. Es ahora el monetarismo el que parece mostrarse teóricamente fecundo. Hoy día nadie estaría dispuesto a compartir la arrogancia de un James Tobin quien hace sólo unos años en los inicios de la crisis escribía: "se ha exagerado enormemente el perjuicio social de la inflación. Incluso mientras los precios crecen año tras año, la economía produce una cantidad cada vez mayor de bienes, servicios y puestos de trabajo que van al encuentro de las necesidades de la población. Eso es, después de todo, el objeto real de la economía³".

El debate entre fiscalistas y monetaristas en la década de los sesenta se centraba en la importancia e influencia de la cantidad de dinero sobre el nivel de la demanda agregada. Los monetaristas describían un mecanismo de transmisión en el que las variaciones en la cantidad de dinero daban lugar a variaciones proporcionadas sobre el nivel de renta monetaria. Los fiscalistas, por su parte, se centraban en las influencias de la cantidad de dinero sobre los tipos de interés. La eficacia de la política monetaria dependía de las condiciones del sector financiero y en especial del grado de sustituibilidad entre dinero y bonos, y entre éstos y los bienes de capital, junto con la influencia de los posibles efectos riqueza que pudieran generarse a lo largo del proceso de transmisión. Una política monetaria activa de dinero barato tendría a estimular la inversión y el empleo complementando una política fiscal flexible de gasto público que actuaba mucho más rápidamente,

La evidencia empírica disponible muestra que las hipótesis monetaristas se han visto ampliamente corroboradas por los hechos. Si bien los monetaristas creían que a corto plazo era compatible cualquier tasa de crecimiento de la oferta monetaria y de inflación con el mantenimiento del pleno empleo, ya a mediados de la década de los sesenta manifestaron que cambios en la tasa de crecimiento de la oferta monetaria, aceleraciones o desaceleraciones imprevistas, podían modificar este equilibrio. A largo plazo, dicen, las variaciones en la cantidad de dinero sólo afectan a la tasa de inflación. De ahí que, como señala Laidler, "la coexistencia de inflación y desempleo no presenta ningún misterio desde el momento de la tasa actual de inflación depende no solo del comportamiento de la demanda agregada, sino también de las expectativas respecto a la tasa de inflación heredada del pasado⁴".

Esta última característica introduce un parámetro adicional a la ecuación tradicional de la curva de Phillips. Variaciones en este parámetro provocan desplazamientos de la misma, de modo que más que una curva lo que tendríamos es una familia de curvas. A largo plazo, la curva de Phillips, en versión de Friedman, tiende a hacerse vertical alrededor de la denominada tasa natural de desempleo⁵, con lo que las políticas fiscales de aumento del gasto público y déficit presupuestario sólo conseguirán crear una mayor inflación sin lograr aliviar los problemas de empleo.

El núcleo de la polémica se desvía así de las influencias de la cantidad de dinero respecto al nivel de demanda agregada y de los efectos de la política fiscal sobre la

misma para centrarse sobre las influencias de los cambios en la cantidad de dinero en la tasa de inflación y de ésta sobre la demanda agregada. Incrementos en la tasa de inflación provocan disminuciones en el nivel del output y replantean de nuevo los problemas de neutralidad del dinero, de los mecanismos autorreguladores del sistema y de la elaboración de normas rígidas o discrecionales para el manejo de la política económica.

El nuevo monetarismo se ha apuntado un éxito importante al conseguir explicar fenómenos relativamente complejos dentro de un marco homogéneo y relativamente simple de teoría. En apoyo de las tesis monetaristas está también el reconocimiento del origen monetario de la actual inflación.

En sus inicios, ésta se debe a que el mercado del euro-dólar ha restado autonomía a la política monetaria de los diversos países que en él participan al obligar al alineamiento de los diversos tipos nacionales de interés a corto plazo. Las necesidades de financiación de la guerra del Vietnam y la recesión que su finalización provocó sobre la economía americana obligaron a ésta a adoptar una política de dinero barato que dió lugar en 1971-72 a una salida muy importante de capitales a corto, lo cual hizo que los bancos centrales europeos tuvieran que absorber una cantidad de dólares muy superior a la deseada. Esto tuvo su efecto en las correspondientes ofertas monetarias que crecieron de modo alarmante. La quiebra del Herstatt Bank de Colonia y las dificultades por las que pasaron otros bancos como el Lloyds o la Banque de Bruxelles fueron señales inequívocas de que la crisis se había desencadenado.

A ello deben añadirse las elevaciones del precio del petróleo y de determinadas materias primas así como el comportamiento de los salarios, precios de los productos, y los movimientos desestabilizadores de capitales que realizan las multinacionales. A lo largo de 1973 los índices de las bolsas más importantes comenzaron a descender drásticamente como consecuencia de los deseos de liquidez de los inversionistas. Los euro-bancos restringieron su política de crédito. Las dificultades de armonizar las políticas monetarias de Estados Unidos, Europa y Japón impidieron que pudieran formalizarse los acuerdos que habrían permitido continuar con el sistema de cambios fijos. En 1973, los principales países adoptaron el sistema de flotación de monedas; a pesar de ello, 1974 marcó el peor año de la actual crisis y obligó a un replanteamiento de las doctrinas recibidas⁶.

La segunda crisis económica importante del siglo XX coincide con lo que Joan Robinson ha denominado "la segunda crisis de la teoría económica". Aunque las hipótesis monetaristas hayan experimentado una revalorización importante y hayan devuelto la atención sobre determinados problemas que parecían olvidados, subsiste la duda, todavía de si son adecuadas para promover una explicación global de la crisis y de si las medidas estabilizadoras que propugnan, —restricción de la oferta monetaria, indicación de salarios y contratos, mantenimiento del sistema de tipos de cambio flexibles—, son suficientes para salir de la misma.

En lo que sigue intentaremos demostrar que sólo una parte de las proposiciones monetaristas pueden considerarse correctas, y que pueden hallarse mejo-

res interpretaciones de la situación actual a partir de la obra de Keynes. Para ello deberemos abandonar el estilo descriptivo adoptado hasta el momento y adentrarnos en el mundo abstracto de la teoría.

II

El objetivo de la *Teoría General* (1936) fue señalar qué fuerzas determinan la composición de la demanda global y del nivel de empleo. Adoptando la hipótesis de que el consumo era una función estable del nivel de renta ex-ante, Keynes concentró sus esfuerzos en explicar los elementos que determinan el nivel de la inversión. Descartando la hipótesis de que el volumen de inversión dependía del ahorro ex-ante, lo hizo depender del tipo de interés a largo plazo. A su vez, éste dependía de la oferta de dinero y de la demanda de liquidez del sistema. Una gran demanda de liquidez provocaba aumentos en el tipo de interés a largo plazo, de modo que el coste de los bienes de capital tendía a superar a sus rendimientos.

Las diferencias entre costes de los bienes de capital y sus rendimientos provocaban fluctuaciones en el nivel de inversión de modo que la renta que el sistema obtenía no tenía por que ser, como argumentaban los clásicos, la de pleno empleo. En este sentido, la *Teoría General* destaca que la política monetaria es el elemento más importante que afectaba a la demanda efectiva. Un aumento de la cantidad de dinero, si era desviado de la circulación activa, podía resultar ineficaz para disminuir el tipo de interés y por consiguiente para aumentar el volumen de inversión necesario para alcanzar el pleno empleo. No es extraño, pues, que Keynes propugnara la utilización de la inversión pública para cubrir las deficiencias de la política monetaria y para contrarrestar los efectos negativos de un aumento de la demanda de liquidez.

Por otro lado Keynes realmente no confió nunca, excepto en el corto plazo, que su política mixta sirviera para devolver la estabilidad perdida al sistema. Un aspecto relevante del sistema keynesiano reside en el papel otorgado a la incertidumbre. Tal cuestión fue expuesta en el artículo publicado en el *Quarterly Journal of Economics* en febrero de 1937 que fue un intento para explicar la metodología subyacente en la *Teoría General*. A pesar de que en dicho artículo no se desarrolle de forma sistematizada una teoría de la incertidumbre y de las expectativas, si nos proporciona una visión de las creencias de Keynes en relación al comportamiento cíclico del sistema.

En un mundo de incertidumbre, la preferencia por la liquidez se convierte en el alma de la teoría keynesiana⁷. Un bajo grado de incertidumbre se manifiesta a través de una menor demanda de liquidez. Ello activa la velocidad de circulación del dinero y contribuye a la expansión de la renta. Por el contrario, un mundo caracterizado por un elevado grado de incertidumbre y expectativas adversas provoca un gran deseo de liquidez por parte del público. La velocidad de circulación del dinero disminuye, contribuyendo a contraer el nivel de renta y empleo.

El universo de la *Teoría General* fue completado en el artículo titulado "The

ex-ante theory of the rate of interest" (1937). En él Keynes definió el "motivo financiación". De este modo, el volumen de inversión venía determinado por la oferta de recursos crediticios y por el tipo de interés, para una situación dada de preferencia por la liquidez. La preferencia por la liquidez deseada por los bancos era el principal determinante de la oferta de recursos financieros. La demanda de los mismos venía dada por el tipo de interés al cual se concedían los créditos ante unas expectativas de beneficios. En este sentido la banca juega un papel crucial. En un momento de crisis si la banca acepta disminuir su preferencia por la liquidez (la cual se deduce de la composición de su cartera de activos), el sistema puede iniciar la recuperación. En caso contrario, un aumento de la preferencia por la liquidez por parte de la banca puede desanimar los planes de inversión al no encontrar estos la necesaria financiación.

III

Las ecuaciones que describen el comportamiento del sector monetario quedan a menudo oscurecidas en la *Teoría General*; Keynes tendió frecuentemente a confundir el precio de los bienes de inversión con el de los activos de capital (acciones, por ejemplo) y no llegó a diferenciar claramente estos dos aspectos de la economía. Recientemente H. Minsky⁸ ha reformulado la teoría keynesiana de la preferencia por la liquidez para adaptarla a un contexto cíclico. La función de demanda de dinero descrita por Minsky, en forma abreviada, puede describirse de la siguiente manera:

$$M^d = M^d(Y, r, p_k) \quad (1)$$

donde Y expresa el nivel de la renta monetaria ex-ante, r el tipo de interés y p_k el precio de los activos de capital. A su vez, el precio de éstos depende del nivel de oferta monetaria, M^s , y de las expectativas de beneficios, q , que se esperan obtener por la posesión de dichos activos. En notación algebraica el precio de los activos de capital es:

$$p_k = p_k(M^s, q) \quad (2)$$

Si consideramos que el nivel de expectativas es fijo, entonces un aumento de la cantidad de dinero provocará un aumento en el valor de los activos de capital.

La oferta monetaria la podemos definir, para estos efectos, como variable exógena, es decir:

$$M^s = \bar{M} \quad (3)$$

Por último el nivel de inversión ex-post depende del tipo de interés, del precio de los bienes de inversión, p_I , del precio de los activos de capital, p_k , del volumen

de recursos financieros generados en las empresas, F y en la banca B , y de las expectativas de beneficios, q_I . Simbólicamente:

$$I = I(r, p_I, p_k, F, B, q_I) \quad (4)$$

Las cuatro ecuaciones anteriores nos sirven para explicar las interrelaciones entre los sectores real y monetario de una economía. Si consideramos como variables exógenas, Y, M^s, q, p_I, F, B y q_I , las cuatro ecuaciones anteriores nos determinan, p_k, r, M^d e I . Una vez obtenido el volumen de inversión podremos mediante el cálculo del multiplicador obtener el valor de Y ex-post. Las divergencias entre Y ex-ante e Y ex-post nos describirán el movimiento cíclico de la economía.

En un momento dado, y con las limitaciones apuntadas, el nivel de oferta monetaria nos determina el valor de los activos de capital, entonces la demanda de liquidez junto a la cantidad de dinero existente en el sistema determina el tipo de interés. Las empresas a la vista de ello deciden la cantidad de bienes de inversión que van a adquirir y estudian su forma de financiarlos. El nivel de inversión resultante depende tanto del tipo de interés como de los recursos financieros de que disponen las empresas como de las expectativas de beneficios.

Para explicar la forma en que las empresas determinan su volumen de inversión y el modo en que se producen las fluctuaciones nos ayudaremos de la siguiente gráfica⁹:

En la parte izquierda de la figura 1 vemos como se determina el precio de los activos en el mercado monetario. En su parte derecha se representa la forma en que las empresas adoptan sus decisiones respecto al volumen de inversión. Si el conjunto de las empresas dispone de un nivel de recursos heredados del pasado iguales a F , la curva FF nos indica cuál va a ser el volumen de inversión que las empresas pueden financiar internamente cualquiera que sea el precio de los bienes de inversión. Si, por ejemplo, el precio de los bienes de inversión es igual a p_I el conjunto de las em-

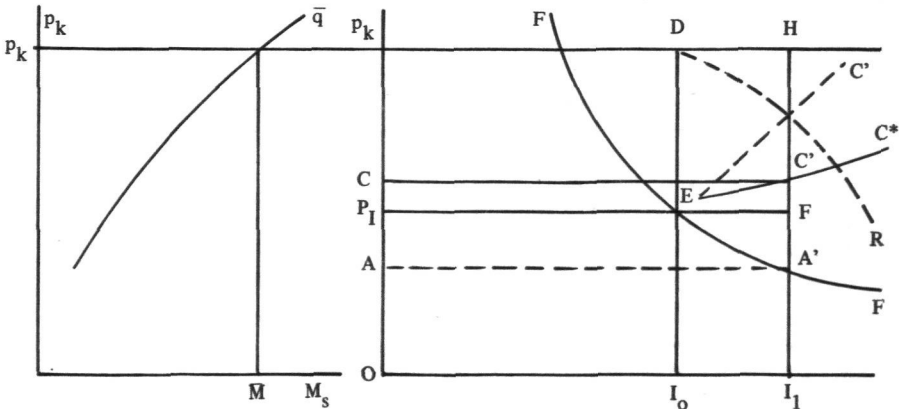


FIGURA 1

presas podrían adquirir una cantidad de bienes de inversión igual a I_0 . El coste de dichos bienes para las empresas será igual a la superficie OP_1EI_0 . Pero su valor es igual a OP_kDI_0 . Las empresas, pues, esperan obtener un beneficio de su inversión igual a P_1P_kDE .

Sin embargo, cuando las condiciones económicas son favorables, las empresas pueden aumentar el valor de sus bienes de capital adquiriendo pasivos a través del mercado del crédito. Las curvas C^* y C' representan los costes medios y marginales de los créditos. La curva R representa el riesgo en que incurrirán las empresas al aceptar tales créditos. La intersección entre R y C' determina el volumen de inversión, I_1 , que realizarán las empresas. El coste interno para las empresas de dicha inversión será igual a $OAA'I_1$. El coste externo será igual a $AA'CC'$. Las empresas aumentarán de valor hasta OP_kHI_1 ; los propietarios de las acciones esperarán recibir unos dividendos netos iguales a $(I_1A' + C'H)/I_1H$.

La situación que acabamos de describir resulta ventajosa tanto para prestatarios como para prestamistas. En las fases de expansión, las empresas tienden a financiar una proporción cada vez mayor de sus inversiones mediante el crédito externo. Ello afecta a sus posiciones de cartera y al grado de incertidumbre existente. A medida que el proceso se va desarrollando las empresas incurrir en un riesgo mayor, lo que hace que la curva R se vaya desplazando hacia la izquierda. La mayor demanda de fondos tiende a su vez a crear una disminución de los recursos líquidos disponibles para el crédito. La banca reacciona aumentando el tipo de interés y/o racionando el volumen de crédito. La conjunción de ambos elementos agrava las condiciones de los mercados financieros. Las empresas y los bancos empiezan a sentir necesidades de liquidez por lo cual comienzan a desprenderse de sus activos menos líquidos en la bolsa. El precio de los activos de capital disminuye. Una situación de pánico puede aparecer en cualquier momento.

La figura 2¹⁰ representa una situación extrema de este tipo. A causa del estado de incertidumbre existente, la curva R se ha desplazado hacia la izquierda. De acuerdo

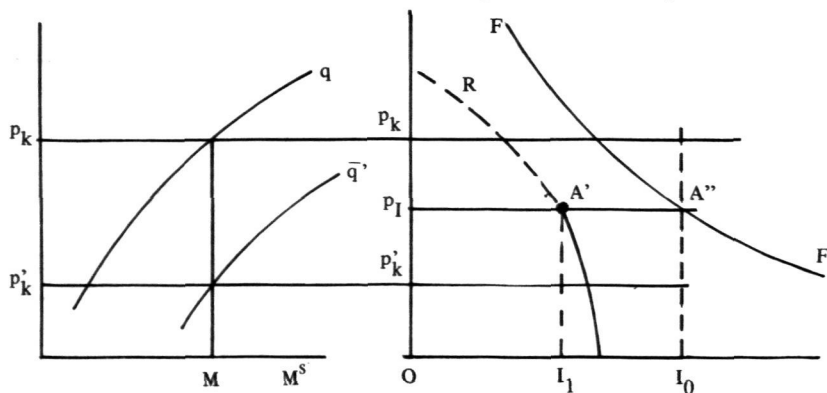


FIGURA 2

con la situación que muestra la gráfica la cantidad que van a invertir las empresas será igual a I_1 . Esta cantidad es inferior a aquella que obtendrían si dedicaran todos sus fondos a adquirir bienes de inversión. La distancia $I_1 I_0$ marca la cantidad de fondos que se retiran del flujo de la inversión productiva. Mientras tanto, las expectativas han disminuido hasta q_1' .

El descenso de las expectativas es lo que determina la eficacia de la política monetaria. En circunstancias en las que la preferencia por la liquidez es muy elevada, los aumentos en la cantidad de dinero tienen una influencia muy limitada sobre el volumen de producción.

Ahora bien, los incrementos en la cantidad de dinero pueden provocar aumentos en los precios. Una situación de preferencia por la liquidez no exige necesariamente que los saldos ociosos o el dinero recién creado se atesoren. Si se produjera tal cosa el nivel de precios difícilmente aumentaría. Salvo en situaciones de gran depresión, los cambios de la preferencia por la liquidez se manifiestan por cambios en la composición de las carteras de los individuos. Estos prefieren dentro del espectro de su cartera aquellos que son altamente líquidos. Los fondos que antes se materializaban en inversión productiva pueden destinarse ahora a inversión especulativa. Dicho de otra manera, en una situación de inflación puede estimularse la propensión al ahorro, sin que este ahorro adicional contribuya a la eliminación del paro.

IV

En una situación de preferencia por la liquidez cuando aumentan la cantidad de dinero y los precios, la economía se halla sometida a dos fuerzas de carácter contradictorio:

i) Por un lado, la inflación implica una merma en el poder adquisitivo del dinero. Esto hace que los individuos tiendan a desprenderse lo más rápidamente posible de aquellos saldos que destinan a la circulación activa. Aquellos bienes que experimentan una revalorización importante a lo largo de los procesos inflacionistas, —terrenos, joyas, arte, filatelia, etc.— componentes muy importantes de la inversión especulativa, experimentan aumentos importantes en su demanda.

ii) Por otro lado, en base al estado de preferencia por la liquidez existente, los individuos tienden entre otras cosas a aumentar la cifra de depósitos que mantienen en los bancos¹¹.

La formación de cualquier depósito bancario implica un drenaje de la cantidad de dinero según su función de medio de cambio. Los bancos deben decidir entonces si este dinero se atesora o si es devuelto de nuevo a la circulación activa a través de la concesión del crédito o de la adquisición de activos rentables.

Ségún la forma en que se estructuren estos depósitos, la banca, en el supuesto de que no se dedique al igual que el resto del público y de las empresas a actividades especulativas, puede verse impedida para realizar su función de reactivar la inversión.

Un aumento de las cuentas de depósito a la vista en relación a las de depósitos a plazo, tal como viene sucediendo en los últimos años en nuestro país¹², puede obligar a una restructuración en la cartera de activos por la pérdida real de liquidez que implica para los bancos el incremento del riesgo derivado del cambio en la estructura temporal de los depósitos.

Normalmente, si la banca dedica una cantidad fija de sus activos para la concesión de créditos, el cambio en la composición de las cuentas implica una restructuración de la cifra de créditos a través de una mayor oferta de crédito a corto plazo y una disminución de la cifra de crédito a largo plazo. Los tipos de interés, ya sea de forma abierta o encubierta, pueden fluctuar. Cambios en la composición de las cuentas, ocasionados por un estado de preferencia por la liquidez, agrandan la distancia entre el tipo de interés a corto y el tipo de interés a largo, dificultando las funciones de intermediación de la banca. La demanda de proyectos de inversión cuya rentabilidad se produce a medio y largo plazo es así, de nuevo, muy problemática, al no coincidir la oferta de crédito con la demanda de recursos financieros por parte de tales empresas.

El error en que incurren la mayoría de los monetaristas es que no llegan a captar el modo en que los cambios en la cantidad de dinero son la causa real de los cambios dinámicos que experimenta la economía. Sólo aquella parte de la cantidad de dinero que se comporta como medio de cambio puede ser objeto de una política monetaria neutral elaborada a base de reglas fijas.

Además, los monetaristas tienden a confundir frecuentemente la línea de causalidad entre incrementos de dinero e incrementos de precios. Un incremento en la cantidad de dinero sólo puede aumentar el nivel de precios si el dinero tarda en equilibrar los deseos de liquidez con la producción de nuevos bienes. En una situación de atonía inversora en la que las posibilidades de intercambio de dinero por bienes de nueva producción se hace problemática, todos los aumentos en la cantidad de dinero se transformarán en aumentos de precios. Son fluctuaciones en la inversión productiva lo que deja las manos libres al dinero para poner en marcha a los movimientos alcistas. Estas, sin embargo, no dependen inicialmente de las variaciones en la cantidad de dinero, sino de las expectativas que existen en un momento determinado y del comportamiento que adoptan en estas situaciones los diversos medios financieros.

Con toda certeza, la salida a la crisis actual exige una desaceleración importante, aunque paulatina, en el ritmo de crecimiento de la oferta monetaria. Ahora bien, dicha condición por sí sola no es suficiente, al menos por un doble motivo.

En primer lugar si las restricciones en las diversas ofertas monetarias no van acompañadas por unas políticas de rentas efectivas, va a ser muy difícil que puedan disminuirse las expectativas que el público mantiene respecto a las tasas esperadas de inflación de forma que pueden continuar produciéndose aumentos autónomos en los niveles de salarios y precios. En tales circunstancias una disminución de la oferta monetaria agravaría aún más la crisis. La experiencia chilena es un buen ejemplo de que la realidad se comporta de forma bastante más compleja que la teoría.

Y en segundo lugar hay que tener en cuenta las dificultades que aún subsisten

en el orden internacional. A pesar de la flotación de los tipos de cambio, los diversos países no han conseguido todavía una autonomía plena en el manejo de la oferta monetaria. McKinnon¹³ ha mostrado que la posición adoptada por la banca en los mercados internacionales no ha conseguido que los mercados forward contaran con una oferta neta de capital, condición necesaria para que las prácticas especuladoras de estos agentes resulten estabilizadoras. El nuevo orden internacional ha desviado una parte importante de los fondos de los mercados forward hacia los spot. Las empresas que necesitan disponer de moneda extranjera para sus operaciones deben, dada la incertidumbre existente, constituir fondos de divisas spot al cien por cien con la consiguiente inmovilización de recursos que ello supone. Una vez más nos encontramos con que la preferencia por la liquidez influye sobre el comportamiento del sistema.

Para finalizar, no hay que olvidar el papel asignado a la política fiscal. Al igual que la política monetaria ésta es uno de los elementos que intervienen en la determinación de la demanda global. Una política reactivadora de gasto que tienda a la formación de capital productivo resulta necesaria para compensar los efectos contractivos que sobre la demanda y el empleo pueda tener la desaceleración del crecimiento de la oferta monetaria. En definitiva, las fluctuaciones en los niveles de la inversión productiva son más importantes que las fluctuaciones en la cantidad de dinero. En un período de atonía inversora, la política monetaria pierde su efectividad más allá del muy corto plazo, pudiendo provocar inflación, paro, o ambas cosas a la vez.

REFERENCIAS

* Conferencia pronunciada en el C.M.U. San Raimundo de Peñafort, el día 21 de Abril de 1977

1. Aukrust, O, "Prim I: A model of the Price and Income Distribution mechanism of an open economy", *Statistik Sentralbyra*, núm. 35, Oslo 1970.

2. Edgren, G., K. Faxén y C. Odher, "Wages, Growth and the Distribution of Income", *Swedish Journal of Economics*, septbre, de 1969.

3. J. Tobin, *The New Economics One Decade Older*, Princeton University Press, 1974, pág. 101.

4. D. Laidler, "An elementary model of simultaneous fluctuations in prices and output", en H. Frisch (ed.), *Inflation in Small Countries*, Berlin, Springer Verlag, 1976.

5. M. Friedman, *Unemployment versus Inflation?*, Londres, I.E.A., 1975.

6. Ver Ch. Kindleberger, "Lessons of Floating exchange rates", en K. Brunner y A. Meltzer (eds.), *Institutional Arrangements and the Inflation Problem*, Amsterdam, North-Holland, 1976 p. 52. También, J. Tobin, Op. cit., págs. 84 y 85.

7. G.L.S. Shackle, *The Years of High Theory*, Cambridge University Press, 1967.

8. H.P. Minsky, *John Maynard Keynes*, Nueva York, Columbia University Press, 1975, esp. caps. 4 a 6.

9. Ver H.P. Minsky, Op. cit., pág. 108.

10. Ver H.P. Minsky, Op. cit., pág. 115.

11. Keynes expresó por primera vez esta característica en *A Tract on Monetary Reform* Londres, MacMillan, 1923, p. 83.

12. En el caso de la banca española hay que señalar que una parte del aumento en los depósitos a la vista se debe al extratipo que suelen pagar los bancos. La colocación de fondos en cuentas de depósito a la vista, se convierte de esta manera en inversión especulativa donde el dinero compra dinero.

13. R.I. McKinnon, "Floating foreign exchange rates 1973-74: The emperor's new clothes" en K. Brunner y A. Meltzer (eds.), Op. cit. pp. 79-114.

J. HORTALA y J. TUGORES: *Nota sobre la opción regional en la C.E.E.* *

Se ha dicho que la Región, desde un planteamiento económico actual, se vincula a la necesidad de dar respuesta a los problemas que la dinámica del crecimiento ha traído consigo, destacándose en el correspondiente proceso la cuestión de las desigualdades interesaciales y el mayor intervencionismo del sector público. Pero ahí está también todo lo que ha significado y significa la "revolución regionalista" con su recuento de factores étnicos, antropológicos, culturales... y evidenciando al mismo tiempo que el subdesarrollo regional se debe a las fricciones que produce el capitalismo de corte clásico.

Primero, porque éste, en la era de la industria y de la industrialización de la agricultura, no tuvo en cuenta los intereses de una población que habita en un determinado lugar, sino únicamente la productividad competitiva. Segundo, porque la organización de un Estado centralizador no es adecuada para la región que atravesase un momento económico delicado, por cuanto en el interior de este Estado la actuación capitalista se produce al amparo de grandes poderes sólo concebidos a nivel estatal y entonces la desintegración de la economía de una región no se considera un mal ya que en su "globalidad" el Estado no se siente empobrecido. Y tercero, porque la idea que se inculca del centralismo a los propios individuos hace que ellos mismos no puedan en general concebir la defensa de su propia región. Si pertenecen a la burguesía, invertirán su capital fuera de su región, si en ello encuentran alguna ventaja. Si pertenecen a la clase campesina u obrera emigrarán: la movilidad centralista les ofrece en el desfase regional unos salarios más altos, una mejor calidad de vida y unas mayores posibilidades.

La región en todo caso nunca sale ganando. Y no tiene aceptación ni sentido argumentar a favor de un elemento aislado, porque el problema regional no puede sino atenderse en su globalidad. En esta perspectiva cobran interés las diferencias entre regionalismo y regionalización, de una parte y, de otra, la articulación entre regionalismo y federalismo. La ordenación regional vigente que caracteriza a los países que integran la CEE ofrece aspectos relevantes a este respecto. En la corres-