

Análisis de algunos resultados de la polémica entre monetaristas y keynesianos sobre los efectos de variaciones de la cantidad de dinero

Los primeros años de la década de los setenta han sido testigos de un resurgimiento de la teoría keynesiana frente a las hipótesis cuantitativas o monetaristas que dominaban el panorama académico de la macroeconomía en los países anglosajones.

Esta rehabilitación de la teoría keynesiana está basada en las contribuciones de Clower, aunque el impacto inicial sobre la comunidad científica de los economistas corresponda a la ya conocida obra de Axel Leijonhufvud.¹ A partir de su libro, son numerosas las aportaciones en la misma dirección —aunque la exégesis de Leijonhufvud no es siempre compartida totalmente— que culminan en un ensayo reciente de John Hicks.²

Sin embargo, este resurgimiento de la teoría keynesiana difícilmente brindará un nuevo «round» en la polémica librada entre los fiscalistas y monetaristas porque la realidad económica ha superado claramente una polémica que se cita en los ensayos metodológicos como ejemplo de discusión en una etapa pre-científica,³ y la crisis generalizada en las economías capitalistas desarrolladas obliga a un planteamiento mucho más profundo de la dinámica de ajuste a corto plazo, del que estaba implícito en la polémica mencionada.

Por este motivo es posible revisar a estas alturas la polémica entre monetaristas y keynesianos, con una mayor perspectiva y capacidad de apreciación del contenido de la misma, aunque el tiempo transcurrido sea escaso. Las

1. Vid. CLOWER, R. (1965) y LEIJONHUFVUD, A. (1968) y (1969).

2. Sin pretender una relación completa, pueden mencionarse, TOBIN, J. (1972a) y (1972b); HINES, A. G. (1971) y HICKS, J. (1974).

3. Un ejemplo de ello puede encontrarse en KALDOR, N. (1972), p. 1.240.

contribuciones de Tobin y de Hicks suponen una ayuda muy considerable, sobre todo en tanto que se sitúan claramente más allá de los puntos concretos debatidos en la pasada década.

El objetivo de este artículo es reconstruir esta polémica desde una vertiente no demasiado usual, la consideración de los mecanismos de transmisión mediante los cuales un impacto en las variables monetarias afecta a la renta o a los precios, y señalar las posibilidades de superación de las diferencias existentes.

En primer lugar, se abordan los precedentes de las posturas monetarista y keynesiana, es decir, las contribuciones de Fisher y Keynes. El segundo apartado se dedica al examen de las hipótesis poskeynesianas, el tercero a las monetaristas y en el cuarto se pretende resumir los resultados de la polémica.

I. DE FISHER A KEYNES

Un examen de los efectos de variaciones de la cantidad de dinero en Fisher y Keynes es necesario para proporcionar algo de perspectiva a las discusiones entre monetaristas y fiscalistas sobre el mismo tema. Permitirá, además, apreciar hasta qué punto son legítimas las reivindicaciones de ambas partes de constituir un eslabón en la evolución de las teorías formuladas por estos dos autores.

1. *El mecanismo de transmisión en Irving Fisher*

No cabe duda que la explicación más detallada de los posibles efectos de variaciones en la oferta monetaria antes de la *Teoría General*, fue la proporcionada por I. Fisher.⁴

La cadena de efectos se inicia, según Fisher, con un incremento de los precios, al que siguen las velocidades de circulación (de dinero y depósitos, v y v') y también el tipo de interés, aunque éste —ello es muy importante— de forma más lenta. Los aumentos de precios producen mayores beneficios, también han aumentado los créditos por efecto del incremento de dinero inicial. Ello hace que los depósitos (M') crezcan en mayor medida que la cantidad total de dinero, fenómeno que está en la base de nuevos incrementos de precios, por lo que el proceso se realimenta.⁵

La explicación de estas secuencias reside —y ésta es una diferencia esencial con respecto a la visión keynesiana— en la estrecha sustitución entre dinero y activos físicos. El público responde al incremento de dinero comprando bienes, lo que provoca un incremento de los precios que no es lo suficientemente alto como para retornar el volumen real de activos líquidos

4. Sobre todo en FISHER, I. (1922), cap. IV.

5. FISHER, I. (1922), p. 71.

a su valor de equilibrio. Este retardo en el ajuste de los precios es esencial puesto que, sin él, no se produciría un exceso de demanda de bienes que causase un descenso de los stocks y, por tanto, un incremento de las expectativas de ventas futuras por parte de los empresarios.

El aumento de la cantidad de dinero llega hasta el público (o las empresas) en la hipótesis fisheriana a partir del aumento de los créditos facilitados por el sistema bancario dado un incremento en la cantidad de dinero base. Si los precios se ajustaran instantáneamente al incremento de la cantidad de dinero (oferta de crédito bancario) la demanda de crédito simplemente crecería en la misma proporción. El retraso en el ajuste, en cambio, al reducir las existencias en almacén y mejorar las expectativas, provoca un aumento de la oferta con la consecuencia inevitable de aumentos en los tipos de interés.⁶ En este sentido, Fisher comparte con los otros cuantitativistas la preocupación en los análisis a corto plazo, no tanto por el nivel de precios como por su ritmo de variación.

Del proceso anterior conviene subrayar dos características que se contradicen con las interpretaciones que asimilan a Fisher con un cuantitativismo estricto o simplista.

a) En primer lugar, Fisher no defendió que, a corto plazo, la renta real fuera constante y que todo el impacto de las variaciones de la cantidad de dinero se absorbiera mediante cambios en el nivel de precios: «estas modificaciones alcanzan a todos los términos de mi ecuación»,⁷ es decir, no tan sólo a los precios, sino también a la velocidad del dinero y al volumen real de transacciones.

b) En segundo lugar, el tipo de interés, por su lento ajuste, o si utilizamos la distinción fisheriana, el descenso del tipo real de interés, juega un papel determinante porque reduce el cociente de los costes por intereses y los ingresos, lo que aumenta el margen de beneficio. Debido a ello, los solicitadores de préstamos tienden a ampliar su demanda de créditos, factor esencial para que M' crezca más que M . Al inicio del capítulo dedicado a la transmisión de los efectos de variaciones del dinero, Fisher subrayó que «el principal

6. Vid FISHER (1922), p. 68. Merece la pena poner de relieve el papel que en el proceso juega el retraso en el ajuste de los precios, por cuanto la literatura reciente ha venido suponiendo que los cuantitativistas defendieron el ajuste automático de los precios en contraposición a los keynesianos que suponen que el ajuste se realiza, principalmente, en las cantidades.

El siguiente pasaje puede demostrar la preocupación de Fisher por el problema de los retrasos en los ajustes: «los efectos peculiares de los períodos de transición son análogos a los propios del arranque o freno de un tren de vagones. Normalmente, el furgón de cola mantiene el mismo ritmo de la locomotora, pero cuando el tren arranca o frena, la relación se modifica por la gradual transmisión de los efectos a través de los demás vagones. Cualquier golpe especial a un vagón se transmite de modo similar a todos los demás y a la locomotora. FISHER (1922), p. 161.

Por último parece difícil que pueda suponer ajustes automáticos un teórico como Fisher que ha sido el primer economista que afrontó el problema de los retardos distribuidos en el tiempo (*distributed lags*) y trató de desarrollar un método estadístico para tratarlos. (Vid. SCHUMPETER, J. A. (1954), p. 871.)

7. Vid. FISHER, I. (1922), p. 68.

objetivo será precisamente mostrar que de la evolución particular que tomen los movimientos de los tipos de interés... dependen, en gran parte, las crisis y las quiebras que son la consecuencia de estos movimientos en el nivel general de los precios».⁸

La posición de Fisher puede, pues, resumirse en la consideración de que el primer impacto del mecanismo de transmisión es sobre los precios y que dentro del mismo, el tipo de interés se ajusta más lentamente que el nivel general de precios.

2. *La visión alternativa de John Maynard Keynes*

En contraste con la posición de Fisher, el primer y básico efecto de una variación de la cantidad de dinero fue, para Keynes, la modificación del tipo de interés: «El efecto primario de un cambio en la cantidad de dinero sobre el volumen de la demanda efectiva se ejerce a través de su influencia sobre la tasa de interés».⁹

Si ésta fuera la única reacción, la curva de preferencia por la liquidez determinarí­a la cuantía en el descenso del tipo de interés, la curva de la eficiencia marginal cuantificarí­a el efecto de este descenso en la inversión, y por último, el multiplicador determinarí­a los efectos del incremento en la inversión sobre la demanda efectiva.

Pero el mismo Keynes se encargó de señalar que las cosas no son tan sencillas porque al que denominó efecto primario debían añadirse otros que sustancialmente se reducen al incremento en los precios provocado tanto por el aumento de la producción con costes de trabajo creciente, como por los «cuellos de botella» en determinados sectores. A estos efectos, Keynes añadió dos cualificaciones importantes. La primera, que los salarios pueden aumentar antes de que se llegue a la situación de pleno empleo: «Por este motivo, es probable que una parte de cualquier aumento de la demanda efectiva será absorbida al satisfacer la tendencia ascendente de la unidad de salarios».¹⁰

La segunda, que en períodos cortos, los precios aumentarán en mayor medida que los costes de acuerdo con el principio de los rendimientos decrecientes.

8. Vid. FISHER, I. (1922), p. 63. No todos los cuantitativistas concedieron la misma importancia a los tipos de interés. Como Patinkin ha puesto de relieve, ni Knight, ni Simons, ni Mints, es decir, la escuela de Chicago, reconocieron «la influencia del tipo de interés sobre la demanda de dinero»; PATINKIN, D. (1969), p. 53. En un artículo posterior, considera este hecho como una de las fundamentales diferencias entre Keynes y los cuantitativistas (refiriéndose en este caso más a los economistas no pertenecientes a la escuela de Chicago y de muy variadas tendencias como Wicksell, Fisher, Schlesinger, y la escuela de Cambridge) «dado que, aun cuando los teóricos cuantitativistas frecuentemente reconocieron esta influencia (del tipo de interés) no la integraron plenamente en su pensamiento». PATINKIN, D. (1972c), p. 887.

9. KEYNES, J. M. (1936), p. 298. Ésta era ya su posición en el *Treatise*. Vid. KEYNES, J. M. (1930), tomo I, pp. 235 ss.; tomo II, pp. 304 ss.

10. KEYNES, J. M. (1936), p. 301.

Si introducimos estas complicaciones en el mecanismo sencillo descrito para el caso de que la única reacción al aumento de la demanda de dinero fueran las variaciones en el tipo de interés, obtenemos una visión más cercana de la estructura teórica de relaciones contemplada por Keynes. De este modo, la división del aumento de la demanda efectiva entre precios y magnitudes reales influye sobre la curva de la preferencia por la liquidez,¹¹ la curva de la eficiencia marginal depende en parte de las expectativas de nuevas expansiones monetarias y, por último, también el multiplicador está influido por la forma en que se distribuye el incremento en la demanda efectiva entre las distintas clases de ingresos.¹²

Existe un aspecto del método adoptado por la *Teoría General* de considerable incidencia en la apreciación de Keynes del mecanismo de transmisión. Se trata del abandono del enfoque de los precios relativos puesto que era evidente que, en su época, no podía explicar las variaciones en la utilización de los recursos existentes a corto plazo, sobre todo el desempleo involuntario.¹³ Este paso dado por Keynes está en la base misma de la actual división entre la micro y la macroeconomía, por lo que sus consecuencias sobre el mecanismo de transmisión dependen de las soluciones que puedan darse a este problema más general.

Como más adelante se verá, este tema está aún hoy vigente y constituye uno de los defectos puestos de relieve por monetaristas como Brunner en relación a las reformulaciones poskeynesianas.¹⁴ Aquí interesa simplemente

11. «La proporción en que se dividen los efectos de un crecimiento de la demanda efectiva entre el alza de la producción y la de los precios, puede afectar la forma en que la cantidad de dinero se relaciona con la magnitud de la demanda efectiva.» KEYNES, J. M. (1936), p. 297.

12. Keynes negó que fuera válida la hipótesis de que mientras hubiera desocupación, la ocupación variaría proporcionalmente con la cantidad de dinero y que al llegar a la ocupación plena serían los precios los que variarían. Vid. KEYNES, J. M. (1936), pp. 296-298. Al señalar los factores de complejidad que invalidaban la hipótesis fue más lejos que Samuelson treinta años después. Vid. SAMUELSON, P. A. (1967), p. 59. Para una defensa de la complejidad del pensamiento de Keynes en este punto, vid. PATINKIN, D. (1972c), pp. 892 ss. y DAVIDSON, P. (1972), pp. 867-868.

13. FRIEDMAN, M. (1970a), p. 209, proporciona una clara explicación de la actitud de Keynes: «Racionalizada de la forma que sea, la razón básica para este supuesto (de la rigidez de los precios, al menos a la baja) fue sin lugar a dudas la falta de concordancia entre los fenómenos observados y las implicaciones de una aplicación literal del supuesto marshalliano a las magnitudes agregadas. Una aplicación literal de este estilo implicaba que las fluctuaciones económicas tuviesen lugar plenamente en los precios, con continuo pleno empleo de hombres y recursos. Claramente, ello no se correspondía con los hechos. Si algo sucedió, al menos en la década y media entre el final de la primera guerra mundial y la redacción de la *Teoría General*, fue que las fluctuaciones económicas se manifestaron en mayor medida en la producción y el empleo que en los precios. Por este motivo pareció altamente plausible que, al menos para los fenómenos agregados, las velocidades relativas de ajuste fueran, precisamente, las inversas a las supuestas por Marshall».

14. Este enfoque es común a casi todos los trabajos recientes de K. Brunner, o los escritos en colaboración con Meltzer. Vid. por ejemplo, BRUNNER, K. (1971a), pp. 31 ss. Y BRUNNER, K. y MELTZER, A. M. (1972b) y (1973). En (1972a), p. 840, afirman: «Keynes reconoció claramente que la teoría de los precios de su época ni explicaba el desempleo ni podía hacerlo. Había dos alternativas disponibles: una era la reformulación de la teoría de los precios, la otra una estructura teórica que separaba las teorías macro y microeconómicas. Keynes escogió lo último pero no de forma completa y sin matices. Lectores cuidadosos, desde Hicks (1937) hasta Leijonhufvud (1968), han

señalar el origen de uno de los elementos más importantes en las discusiones recientes sobre el mecanismo de transmisión.

3. *Las diferencias entre Keynes y Fisher*

Como se ha señalado, la discrepancia más importante entre Keynes y Fisher reside en la designación del primer impacto del mecanismo de transmisión, y no en la consideración del tipo de interés como pieza importante del mismo.

Debe tenerse en cuenta que Fisher y Keynes coincidieron en los efectos a largo plazo al considerar conjuntamente que si el nivel de riqueza real y el volumen de activos financieros se consideraban dados, el aumento de la cantidad de dinero produce, a largo plazo, incrementos proporcionales de los precios sin afectar a los tipos de interés.¹⁵

Aparte del énfasis puesto por Keynes en las variaciones en el tipo de interés, éstas eran, a corto plazo, de signo contrario a las previstas por Fisher.¹⁶ Ello se debe a la distinta consideración de la capacidad de sustitución entre el dinero, los demás activos financieros y los activos físicos.

La gran capacidad de sustitución entre dinero y bonos provoca, en el mecanismo keynesiano, una evolución inversa entre la primera variable y el tipo de interés, puesto que un exceso de dinero al ser invertido en bonos provocará aumentos de su precio y, por tanto, descensos en el tipo de interés.

En la hipótesis fisheriana, al contrario, es grande la posibilidad de sustitución entre el dinero y bienes, lo cual es causa de una influencia directa en los precios y la producción que produce movimientos en el tipo de interés del mismo signo que los cambios en la cantidad de dinero.

Estas diferencias han sido mantenidas en las discusiones entre poskeynesianos y neocuantitativistas como veremos en los apartados siguientes. Para su análisis puede ser útil la distinción realizada por Zwick sobre los efectos directos e indirectos de un cambio en la cantidad de dinero.¹⁷ El efecto directo

podido encontrar porciones sustanciales de la teoría de los precios que quedaban en la *Teoría General*. A pesar de los intentos por parte de los primeros keynesianos para destruir estos elementos —y hacer del «caso especial keynesiano» el caso general— algunos elementos de la teoría de los precios sobrevivieron. La «nueva teoría de los precios» (PHELPS (1971)) desarrolla la alternativa que Keynes descuidó».

15. Vid. KEYNES, J. M. (1936), pp. 306 ss.

16. Ello obligó a Keynes a analizar la denominada «Paradoja de Gibson», quien demostró la existencia de una estrecha correlación entre variaciones de los precios y del tipo de interés en la misma dirección. En ello, Keynes coincidió con WICKSELL, D. (1935), pp. 190-208, puesto que ambos hallaron la explicación en una respuesta permisiva del sistema bancario a incrementos en la demanda de créditos, aunque Keynes lo atribuyó al papel de las autoridades monetarias y Wickcell al de la banca privada. Vid. KEYNES, J. M. (1930), t. II, pp. 177 ss. y el análisis de CAGAN, P. (1965), pp. 252 ss., discutido en algún aspecto por PATINKIN, D. (1968), pp. 85-86.

17. Vid. ZWICK (1971), pp. 88 ss.

de un incremento en la cantidad de dinero reduce el tipo de interés ya que supone un incremento de la oferta de crédito bancario. Pero, por otra parte, y a menos que la velocidad del dinero lo compense totalmente, un incremento en la cantidad de dinero produce cambios en la renta nominal ($MV = Y$) lo cual, a su vez, provoca un incremento en la demanda de créditos, y el desplazamiento de esta curva hacia la derecha es la causa de un alza del tipo de interés (efecto indirecto).

Si el efecto directo domina, se producirá un descenso de los tipos de interés. Por el contrario, si es el indirecto el efecto con mayor fuerza, el resultado será la subida del tipo de interés. El modelo diseñado por Zwick no proporciona una respuesta concluyente: no puede determinarse el signo de la elasticidad del tipo de interés a los cambios en la base monetaria (o, más exactamente, a los efectos de las operaciones de la Reserva Federal sobre los niveles de reservas de los Bancos). Y aunque el autor interprete este resultado como una indicación de que «las magnitudes relativas de las dos respuestas son muy similares»,¹⁸ la cuestión permanece abierta a no ser que se perfeccione sustancialmente el sencillo mecanismo de transmisión implícito en el modelo IS-LM poskeynesiano.

De hecho, la discrepancia concreta que estamos analizando no supone canales de influencia del dinero hacia la renta opuestos, sino complementarios en el tiempo, lo cual no permite afirmar que los mecanismos de Keynes y Fisher lo sean. Puede defenderse la posibilidad de que en primer lugar funcione el mecanismo keynesiano, y un aumento de la cantidad de dinero incremente el volumen de crédito ofrecido y provoque un descenso en el tipo de interés. Por ello parece adecuada la conclusión de Zwick en el sentido de que «tanto las teorías fisherianas del ajuste monetario, como la generalmente aceptada estructura analítica IS-LM asociada a Keynes, deberían ser consideradas en un análisis del ajuste de la economía de los cambios monetarios».¹⁹

Resumiendo, las diferentes concepciones de Keynes y Fisher sobre la sustitución entre dinero y activos financieros en el caso keynesiano, y activos reales en el de Fisher, conducen a dos mecanismos de influencia del dinero sobre la economía que suponen caminos de ajuste distintos. En el caso de Fisher el primer impacto es sobre los precios. En el de Keynes, sobre el tipo de interés.

Debe señalarse, sin embargo, que Keynes consideró con detenimiento el impacto indirecto sobre los precios y que, aun con signo opuesto, el tipo de interés juega también un papel esencial en el ajuste de Fisher. Por último, conviene destacar que ambos consideraron que, a corto plazo, un cambio en la cantidad de dinero produciría cambios en la renta real.

19. *Ibid.*, p. 94.

18. *Ibid.*, p. 93.

II. LAS HIPÓTESIS POSKEYNESIANAS DEL MECANISMO DE TRANSMISIÓN

La visión poskeynesiana de los efectos producidos por variaciones de la cantidad de dinero ha sufrido importantes alteraciones desde las simplificaciones iniciales de la *Teoría General* —únicas que podrían calificarse realmente de fiscalistas— hasta versiones más recientes defendidas también, en gran parte, por los monetaristas. En este aspecto, la obra de Leijonhufvud, y la de poskeynesianos como Tobin, Clower y Hicks, ha contribuido decisivamente a clarificar el tema.

1. *El keynesianismo simple (o fiscalista)*

Karl Brunner ha resumido así la teoría keynesiana del mecanismo de transmisión utilizando la estructura del modelo IS-LM: «El punto de vista keynesiano del mecanismo de transmisión se ha descrito mediante el modelo tradicional renta-gasto canonizado en los libros de texto y que ha tenido, además, una influencia dominante en la construcción de la mayoría de los modelos econométricos. Este punto de vista centraba la transmisión de los impulsos monetarios en dos elasticidades respecto al tipo de interés: la de la demanda de dinero y la de la demanda global de bienes. La primera se explicaba en el contexto de la teoría de la demanda de dinero según la preferencia por la liquidez y la segunda en función de los costes relativos de los préstamos, es decir, costes de los préstamos en relación al coste total de la inversión. La magnitud numérica de la segunda elasticidad estaba relacionada positivamente con la importancia de los tipos de gastos de las cuentas nacionales que tienen unos costes relativos sustanciales de tomar a préstamo. Al principio, esta interpretación dio lugar a afirmaciones que negaban la relevancia de la segunda elasticidad».²⁰

La consecuencia inmediata de la inelasticidad de la curva IS al tipo de interés, era negar la relevancia de la política monetaria puesto que cambios en la cantidad de dinero se traducían en grandes oscilaciones del tipo de interés sin lograr modificaciones apreciables del nivel de renta. La política monetaria era relegada a un segundo plano, detrás de la fiscal, y tenía como único objetivo el mantenimiento a bajo nivel del tipo de interés a largo plazo, a fin de favorecer la acumulación de capital.

Otra situación en la que la política monetaria era inefectiva, es decir, en que un incremento en la cantidad de dinero no tenía repercusiones sobre

20. BRUNNER, K. (1970), pp. 179-180. Para una descripción de las concepciones de los primeros keynesianos, la «Stagnationist School», sobre la elasticidad de la inversión al tipo de interés. Vid. LEIJONHUFVUD, A. (1968), pp. 158 ss. Como con otras características de los keynesianos, Leijonhufvud defiende que este supuesto de inelasticidad no fue nunca adoptado por Keynes (p. 161).

el nivel de la renta, era la llamada «trampa de la liquidez», en la que la curva LM es totalmente elástica al tipo de interés, situación descrita en todos los libros de texto de macroeconomía.

Sobre estas dos situaciones extremas descritas (inelasticidad de la curva IS y elasticidad infinita de la LM) se construyó la tan generalizada actitud, hasta fechas bien recientes, en contra de la política monetaria, actitud que difícilmente hubiera podido ser compartida por Keynes mismo, tal como ha puesto de relieve A. Leijonhufvud.²¹ Todo ello se ha producido a costa de olvidar la complejidad y la riqueza del mecanismo de transmisión esbozado por el autor de la *General Theory*.

En resumen, las tres posiciones sobre las que los keynesianos, sobre todo en la década de los cuarenta, basaron su rechazo de un mecanismo de transmisión eficiente de los impulsos monetarios a la economía fueron:

a) Una acumulación de exceso de reservas por parte de los bancos puede compensar la expansión perseguida por un incremento en la cantidad de dinero.

b) En el caso en que la banca transmita este impulso inicial, la «trampa de la liquidez» puede impedir que el tipo de interés descienda.

c) Incluso descendiendo el tipo de interés, la inversión puede ser inelástica al mismo.

Con respecto al primer punto, hasta fechas bien recientes ni se han especificado —ni estimado— funciones de oferta de dinero que permitan establecer hipótesis sobre la conducta de los bancos. La «trampa de la liquidez» fue considerada ya como extremadamente improbable por el mismo Keynes. Por último, la elasticidad de la inversión al tipo de interés ha sido investigada innumerables veces con resultados que permiten defender cualquier alternativa, aunque las estimaciones más recientes parecen contrarias a lo que se ha denominado el «pesimismo de las elasticidades», tanto por lo que respecta a la función de inversión como a la de consumo.²²

Como ya se ha indicado, a partir de la obra de Leijonhufvud se ha extendido la opinión de que el esquema IS-LM es inadecuado para explicar las aportaciones de Keynes. En este sentido parece necesario distinguir, siguiendo a Hines, entre el modelo de renta-gasto y los teóricos que lo usaron.²³ Ello parece evidente en el caso de las inelasticidades de las curvas que no están implícitas en el modelo sino que fueron supuestos adicionales adoptados por los primeros poskeynesianos.

En un punto parece tener razón Leijonhufvud y éste es el de la errónea agregación implícita en modelo renta-gasto desde que Hicks descompusiera el

21. «El proceso en *contra* de la política monetaria que fue cosa corriente en los cuarenta, y del cual aún se oyen ecos esporádicos, no fue debido a Keynes.» LEIJONHUFVUD, A. (1968), p. 403.

22. Vid. por ejemplo, HINES, A. G. y CATEPHORES, G. (1970), por lo que respecta a la función de inversión y WEBER, W. E. (1970) en relación a la de consumo.

23. HINES, A. G. (1971), pp. 26-27.

sistema keynesiano en dos submodelos y agregara, en uno de ellos, los bienes de consumo y producción.²⁴

24. Vid. Hicks, J. (1937), el cual ha reconocido que si en estos momentos rehiciera el artículo integraría la eficacia marginal del capital en el sector monetario del modelo. Hicks, J. (1974), p. 31. El tema es importante porque permite explicar el verdadero papel otorgado por Keynes al tipo de interés a largo plazo, y deshacer los equívocos creados por el hecho de que Keynes no usara más que un activo financiero.

Si partimos de la división de los activos posibles en cuatro categorías según sean físicos o financieros y a corto o largo plazo, podríamos rellenar las casillas correspondientes a estas categorías de la forma siguiente:

	Activos físicos	Activos Financieros
A corto plazo	Bienes de consumo	Dinero
A largo plazo	Bienes de capital	Bonos

El problema que se planteó Hicks fue el de reducir el número de activos considerados para utilizar un solo tipo de rendimiento o de interés. En este sentido, como se ha señalado, los miembros de la escuela de Cambridge (principalmente Lavington y Pigou), agregaron los activos financieros y consideraron la inversión en capital como alternativa única al dinero. Los rendimientos del capital eran un dato proporcionado por el sector real y el margen capital-dinero era el tipo de interés relevante.

Modelo Dinero-Capital

Bienes de Consumo	Dinero y Bonos
Bienes de Capital	

Los poskeynesianos, por el contrario, agregaron los bienes de consumo e inversión y de este modo pudo construirse la curva IS del modelo. Inevitablemente, el tipo de interés de los bonos era el único existente.

Modelo poskeynesiano simple

Producción	Dinero
	Bonos

Para los efectos de este artículo, sin embargo, la consecuencia más importante de esta agregación, es que cualquier variación de la cantidad de dinero afectará tan sólo a los activos financieros, con lo que se interrumpe el mecanismo de transmisión hacia la economía real.

Una correcta interpretación de Keynes supone, por el contrario, agregar los activos a largo plazo, tanto físicos como financieros.

Modelo de Keynes

Bienes de consumo	Dinero
Activos/no-monetarios	

De este modo, el tipo de interés existente es a largo plazo y los efectos de las perturbaciones monetarias afectan a cualquier bien dentro de la gama de activos, con lo que el mecanismo de transmisión es distinto que en el caso anterior ya que la eficacia marginal del capital es un

2. Modificaciones del modelo keynesiano simple

Dentro de la formalización de las ideas keynesianas en el modelo IS-LM, fueron introduciéndose modificaciones que tendían, las más de las veces, a absorber críticas efectuadas desde la postura «clásica» o a recoger aportaciones no tenidas en cuenta hasta el momento. Así, se introdujo el efecto Pigou, que suponía un desplazamiento de la curva IS en respuesta a cambios en la cantidad de dinero. Pero el efecto Pigou fue rápidamente considerado como de escasa relevancia a efectos prácticos.

No es únicamente el efecto liquidez real el que ha sido introducido en el mecanismo de transmisión. La mayoría de keynesianos, en la actualidad, aceptarían sin reparos la afirmación de Brunner: «La parte principal del ajuste riqueza inducido por un impulso monetario ocurre prescindiendo de un efecto liquidez real y depende del cambio en los precios relativos del capital real existente».²⁵

Como más adelante se verá, tanto Smith (1970) como Samuelson (1967) incluyen el aumento de riqueza derivado del incremento del valor de capitalización de los activos al bajar el tipo de interés, efecto descrito por Metzler.²⁶ Pero ninguno de ellos concedió importancia a este efecto. En ello siguieron a Keynes que, aun sin utilizarlos, proporcionó en la *Teoría General* dos definiciones de los efectos riqueza (inducidos por el tipo de interés y por los precios) completamente correctas.²⁷

Pero las modificaciones de mayor relevancia se produjeron en la dirección de incluir el sistema crediticio dentro del mecanismo de transmisión. En este sentido, aunque su influencia en la política monetaria desapareciera en poco tiempo, debe subrayarse la aportación que supuso la denominada *Availability Doctrine* elaborada por Roosa y otros economistas de la Reserva Federal americana, la cual defiende que la disponibilidad de fondos es un elemento más importante que su coste como factores dentro del mecanismo de efectividad de la política monetaria. A partir de esta línea doctrinal y, aunque

factor relevante en este caso y la política monetaria es efectiva al incidir en los términos que rigen la acumulación de capital.

Subsiste la pregunta de por qué Keynes continuó mencionando el tipo de interés de los bonos. Hicks ha explicado que ello se debe a su obsesión acerca del papel de la especulación financiera como freno a una política de bajos tipos de interés a largo plazo. Vid. HICKS, J. (1974), pp. 35-36.

25. BRUNNER (1970), p. 184. Patinkin, en el mismo artículo en que acepta, implícitamente, la anterior afirmación de Brunner (lo que equivale a decir que acepta también haber puesto énfasis en una forma de efecto riqueza poco relevante: la que se manifiesta en la demanda de bienes de consumo), proporciona una explicación rigurosa de este ajuste. Vid. PATINKIN, D. (1967), pp. 154-158.

26. Vid. METZLER, LL. A. (1951), p. 333.

27. Para un análisis sobre el pensamiento de Keynes acerca de los efectos riqueza, vid. PESEK, B. y SAVING, T. R. (1967), pp. 16-21, donde señalan que la definición pionera de Metzler no es más perfecta que la de Keynes quince años antes.

no debe confundirse con ella, se consolidó —sobre todo entre los elementos de la Reserva Federal norteamericana— la postura según la cual el volumen total de crédito bancario es un factor importante en la función de demanda agregada de tal modo que un incremento del mismo la desplaza hacia la derecha, si utilizamos, también en este caso, el modelo IS-LM.

La introducción del mercado del crédito supuso un cambio de gran importancia en el esquema renta-gasto considerado hasta ahora, puesto que si en el modelo IS-LM, como se ha señalado, las pendientes de las dos curvas resumían toda la información necesaria para evaluar los efectos de un cambio en la cantidad de dinero —a excepción de los cambios de posición debidos al efecto liquidez real— en la versión que analizamos denominada por K. Brunner «Modificación del crédito bancario de la visión keynesiana», los desplazamientos de las dos curvas son parte esencial del mecanismo de transmisión.

Según esta aproximación los cambios monetarios desplazan simultáneamente la curva IS y la LM, mientras que en el supuesto keynesiano simple sólo lo hacía la curva LM. Ello supone una ampliación sustancial de los canales de influencia del dinero sobre la economía real, puesto que a los ajustes vía tipo de interés se les añaden los derivados de la evaluación del crédito bancario. El mecanismo de transmisión, por este motivo, no queda determinado por las pendientes de las dos curvas, puesto que implica desplazamientos de ambas. K. Brunner ha presentado una descripción matemática de esta postura teórica, que, con independencia de que se acepte la hipótesis de oferta, de dinero que él atribuye a esta línea de pensamiento, clarifica de forma suficiente esta ampliación de los canales de influencia de un incremento de la cantidad de dinero sobre la renta.²⁸

Casi una década después surgió otra rama del tronco keynesiano, mejor dicho, pretendidamente keynesiano, con implicaciones también considerables sobre la hipótesis del mecanismo de transmisión que se concretó en el llamado Informe Radcliffe²⁹ en el campo de la política monetaria y en la obra de Gurley y Shaw en el campo académico. Esta posición, señala, quizás, el punto más bajo en la escalada de la pérdida de confianza en la política monetaria. Una pieza esencial en la argumentación del informe Radcliffe lo constituía el cambio de la oferta monetaria por el concepto de liquidez, puesto que variaciones en la cantidad de dinero y sus efectos sobre el crédito podían compensarse por la actuación de otros intermediarios financieros y el crédito comercial variando la composición de la riqueza privada pero no su volumen,³⁰ sin existir, por tanto, un camino claro de transmisión de los impulsos monetarios. David Fand, ha definido a este enfoque utilizando las distinciones elaboradas por Tobin (1961). Para Fand una correcta descripción del esquema Radcliffe se logra introduciendo un tercer activo —la deuda gubernamental—

28. Vid. BRUNNER, K. (1971a), pp. 28 a 31 y los apéndices II y III.

29. RADCLIFFE (1959), y GURLEY, J. G. y SHAW, E. S. (1960).

30. Sobre este punto y la contrastación empírica del mismo, vid. WALTERS, A. A. (1970a), p. 64.

en el modelo dinero-capital de Cambridge y haciendo que estos títulos sean sustitutos perfectos del dinero, al contrario de lo que supuso Keynes que agregó bonos y capital.³¹ De este modo, una operación de open-market, por ejemplo, cambia las proporciones de dinero y bonos en las carteras privadas, pero, puesto que ambos activos son sustitutos perfectos, esta operación ha cambiado tan sólo la estructura de la liquidez (dinero más bonos) sin modificar la ratio dinero-capital ni, por tanto, su rentabilidad. Por este camino, pues, la política monetaria es claramente inefectiva puesto que no puede afectar al coste y rentas del capital.³² Es obvio que una descripción como la anterior no es demasiado justa en la medida en que exagera las características de este enfoque, y no describe tampoco los efectos de la política monetaria sobre la estructura de tipos de interés, flujos de créditos, etc. Sin embargo, resume la línea argumental básica en el Informe Radcliffe, sobre todo con respecto al tema que analizamos en este capítulo, puesto que su actitud relativa a la transmisión de los efectos monetarios es más la de la dilución de los mismos que la defensa de algún mecanismo concreto.

3. La reformulación de James Tobin

La construcción más completa del modelo keynesiano se debe a la continua labor de James Tobin en este campo. El primer eslabón claramente propio de esta cadena fue un artículo publicado en 1955, «A Dynamic Aggregative Model». El segundo y más importante eslabón, «Money, Capital, and Other Stores of Value» fue perfeccionado en «An Essay on the Principles of Debt Management». La exposición más clara y general la ha descrito Tobin para el primer número de la revista *Journal of Money Credit and Banking* en 1969: «A General Equilibrium Approach to Monetary Theory».³³

Una de las principales aportaciones de Tobin ha consistido en ampliar el espectro de activos que Keynes redujo al dinero y bonos, introduciendo nuevos activos financieros que hacen el modelo más parecido a la economía real y eliminando el problema de agregación analizado en la nota 22 en la medida en que incluyó en su modelo varios tipos de rendimiento. Pero también la relación entre los activos financieros y reales es distinta que en los modelos keynesianos. En este sentido, Tobin calificó su trabajo de síntesis entre las posturas keynesianas y de la escuela de Cambridge, «abandonando el supuesto de que todos los activos menos uno son sustitutos perfectos».³⁴ Su artículo «Money, Capital and other Stores of Value» ha tenido una im-

31. Vid. FAND (1969), pp. 568 ss.

32. Sobre todo si se acepta la definición de Tobin «alterar los términos según los que la comunidad acumula capital real es de lo que se ocupa la política monetaria». TOBIN, J. y BRAINARD, W. C. (1963).

33. Vid. TOBIN (1955) (1961) (1963) y (1969a).

34. TOBIN (1961), p. 225.

portancia decisiva a este respecto, puesto que ha sido el primero en señalar con claridad cómo el grado de sustitución entre los activos considerados, en un modelo determinado, lejos de ser un detalle secundario, es un factor decisivo para definir la influencia de la cantidad de dinero sobre la economía.

Para Tobin no existe un tipo de interés a determinar, sino toda una estructura «que puede ser descrita como un continuo entre dos polos» ligado en un extremo por el tipo propio de interés del dinero, por convención igual a cero (y por el de descuento del banco central) y por el otro extremo por la productividad marginal del stock de capital.³⁵

Por ello, más que a las dos «cajas» en que Leijonhufvud divide los activos, deberíamos acudir a una estructura de activos determinada por tantas columnas como sectores se elijan para dividir al sistema económico (público, bancos, otros intermediarios, gobierno, etc.) y tantas filas como activos (físicos y financieros) se consideren. No todas las casillas se llenarán y caso de tener alguna cifra, ésta puede ser positiva (un activo), o negativa (una deuda). La suma de una columna es el activo neto de un sector determinado, pudiendo añadirse una columna que resuma la riqueza total de la economía considerada.³⁶

Cada sector está limitado por el volumen de su activo neto (determinado por la acumulación previa de los precios actuales de los activos) pero puede distribuirlo entre las filas de activos libremente. Por tanto, la suma de los cambios que efectuará al modificarse un tipo de interés (r_k , por ejemplo) es igual a cero, mientras que la suma de los cambios realizados por modificaciones de su riqueza es igual a 1:

$$\sum_{i=1}^n \frac{ij}{r_k} = 0 \qquad \sum_{i=1}^n \frac{ij}{W_j} = 1$$

En este sistema, a cada línea le corresponde una ecuación que determinará las cantidades de cada activo, teniendo cada tipo de interés otra ecuación determinante. Como sea que la riqueza total es una limitación a la resolución de este sistema de ecuaciones, no podremos determinar n tipos de interés, sino $(n - 1)$ tipos de interés, aunque en algunos casos pueden existir menos de $(n - 1)$ tipos de interés a determinar por el modelo, en la medida en que algunos se consideren fijos institucionalmente.

La variable fundamental que liga los sectores real y monetario (o, mejor financiero) es el valor del capital o de los activos físicos, en relación a su coste de reposición. Variaciones en la cantidad de dinero, al modificar esta variable, influyen en la inversión, aunque otros factores exógenos pueden también provocar cambios en ella. La derivada $\partial M / \partial q$, siendo M la cantidad de dinero y q el valor del capital en relación a su coste de reposición, propor-

35. TOBIN, J. (1961), p. 225.

36. En toda esta exposición se sigue el artículo de TOBIN, J. (1969a).

ciona el signo y la magnitud de los cambios operados por medidas de política monetaria.

Esta variable es una característica constante de la obra de Tobin, quien la ha denominado de forma distinta.³⁷ La misma definición la repite en otros artículos, usando, sin embargo, la denominación de «tipo requerido de rendimiento del capital».³⁸

Así, pues, el mecanismo de transmisión que se deriva del modelo de Tobin, supone que cambios en la cantidad de dinero provocarán modificaciones de la estructura de tipos de interés, dentro de la que se encuentra el tipo de rendimiento requerido del capital, y de ahí conducirán a cambios en la inversión. La influencia del dinero sobre la demanda agregada se produce si se afecta a la inversión o, en palabras de Tobin, si «se alteran los términos en que la comunidad acumula capital físico». Esta influencia del dinero se debe a su característica esencial: su tipo de interés se fija exógenamente por ley o convenio en vez de ser determinado de forma endógena por el mercado, puesto que, cuando varía la oferta de un activo, «la estructura de tipos de interés deberá variar para inducir al público a mantener esta nueva oferta. Cuando el tipo de interés propio del activo puede aumentar, gran parte del necesario ajuste puede producirse por este incremento. Pero si el tipo de interés está fijado, todo el ajuste deberá tener lugar a través de reducciones en otros tipos de interés o incrementos en los precios de otros activos. Éste es el secreto del papel especial que juega el dinero, secreto que sería compartido por cualquier otro activo con un tipo de interés fijo».³⁹

Puesto que el sistema determina ($n - 1$) tipos de interés, el tipo de rendimiento del capital, por definición al ser determinado el del dinero, debe estar entre estos ($n - 1$) tipos. Por esta razón, las autoridades monetarias pueden influir en él diferenciándolo de la eficiencia marginal del capital.

Karl Brunner considera el enfoque de Tobin más encuadrable en lo que él denomina enfoque de los precios relativos, abandonado por Keynes.⁴⁰ Pero, a pesar de ello, está claro que las objeciones de los monetaristas a la

37. En su artículo de 1961 la denominó precio de oferta del capital: «Una lección del modelo sencillo dinero-capital debería retenerse. La variable estratégica —la medida última de la expansión o deflación, de la contracción o facilidad monetaria— es el tipo de rendimiento que la comunidad de detentadores de riqueza requiere en orden a absorber el stock existente de capital (valorado a precios corrientes), y no uno mayor o menor, en sus carteras y contabilidades. Este tipo puede denominarse precio de oferta del capital». Vid. TOBIN, J. (1961), p. 226.

38. Vid. por ejemplo, TOBIN, J. y BRAINARD, W. C. (1963), p. 59, donde añade: «En pleno equilibrio, este tipo de rendimiento crítico debe igualar a la productividad marginal esperada del stock de capital, el cual depende tecnológicamente del volumen de este stock en relación a los niveles esperados de producción y empleo». El mismo término lo usa BRAINARD, W. C. (1964), p. 99. Para una discusión de esta variable como indicador de la eficacia de la política monetaria, vid. TOBIN, J. (1969b), junto con los comentarios de FAND, D. (1969).

39. TOBIN, J. (1969a), p. 26.

40. La opinión de Brunner es que los resultados obtenidos por Alchian, Allen y Phelps permiten, otra vez, la utilización del enfoque de los precios relativos al conocerse ya el papel que corresponde a factores tales como los costes de información y de ajuste de estructuras de recursos. Como se verá, Hicks presenta una alternativa mucho menos optimista.

estructura teórica elaborada por Tobin se centran, precisamente, en la insatisfactoria consideración de los precios dentro del análisis. Volvemos, de esta forma, al problema planteado por la decisión de Keynes de prescindir del enfoque ortodoxo de la teoría de los precios.

El principal problema radica en la consideración de los precios de la producción como constantes. En estas circunstancias cualquier alteración de la cantidad de dinero debe ser absorbida plenamente por el mercado de activos. Existe, pues, una desconexión clara entre este último y el mercado de bienes. De este modo, una parte sustancial del mecanismo de transmisión se abandona y, según Brunner, tan sólo la extensión del análisis mediante la teoría de los precios, no únicamente al mercado de activos, sino también al de bienes, puede constituir una explicación completa de la influencia de las variaciones de la cantidad de dinero sobre la actividad económica.⁴¹ Esta línea crítica señala, quizá, la diferencia básica entre las posturas actuales mantenidas por keynesianos y monetaristas respecto del mecanismo de transmisión.

Mientras que el tema anterior supone, aún, una discusión abierta, parece conveniente señalar el erróneo planteamiento del mismo realizado por Friedman, como han mostrado más tarde el mismo James Tobin y Don Patinkin.⁴²

4. *Contribuciones posteriores*

La línea teórica de Tobin se inscribe plenamente en el «desarrollo de ciertas corrientes del pensamiento de Keynes» que Harry Johnson ha caracterizado como enfoque que «consiste en ver a una perturbación monetaria como una alteración de los términos en que los activos son mantenidos (alterando las preferencias entre activos o las cantidades relativas disponibles de los mismos) y también provocando conductas que ajustan los stocks disponibles de activos a los nuevos volúmenes deseados».⁴³ Esta línea teórica, sin embargo, no es ya exclusiva de los keynesianos, con lo que se configura como uno de los primeros elementos de una aproximación que continuaría en otros aspectos.

Otras contribuciones poskeynesianas más recientes no han aportado avan-

41. Vid., en especial, BRUNNER, K. (1971a), p. 35 y (1971b), pp. 171-172.

42. Friedman afirmó (1970a), p. 211, n. 11, que el supuesto de Tobin y Brainard (1963) según el cual los bancos centrales pueden determinar la ratio de efectivo (o high-powered money) con respecto a la riqueza total incluyendo activos reales, era incorrecto: si los precios son flexibles, el Banco Central puede determinar tan sólo magnitudes nominales y no una ratio real. Como Patinkin y Tobin han demostrado, el argumento de Friedman es erróneo, puesto que variaciones en los precios afectan de forma equiproporcionada el valor real de los activos financieros y, por tanto, no alteran los cambios relativos producidos por la intervención del Banco Central (PATINKIN, 1972c, p. 897, n. 17). Por otra parte, y como ya se ha señalado con respecto a la estructura teórica de Tobin, la condición necesaria para la eficacia de la política monetaria es que exista al menos un activo con el tipo de interés exógenamente determinado y éste es el argumento que usa Tobin para rechazar la acusación de Friedman. TOBIN (1972), p. 855, n. 6.

43. JOHNSON, H. G. (1962), p. 50.

ces teóricos, aunque han constituido un esfuerzo notable de precisión de los efectos completos del mecanismo de transmisión.

W. L. Smith, por ejemplo, en un artículo que titula precisamente «Una visión neo-keynesiana de la política monetaria»⁴⁴ considera como canales básicos de la influencia de las variaciones de la cantidad de dinero: a) los ajustes de cartera y b) los efectos de riqueza.

a) Con respecto a los primeros, considera que un incremento en la cantidad de dinero produce un descenso en el tipo de interés con lo cual, dado que los rendimientos del capital físico no se han modificado y las condiciones de emisión de deuda de cualquier tipo para adquirirlo son mejores, se producirán ventas de activos financieros y se aceptarán nuevas deudas para adquirir capital real. Ello producirá un incremento del precio del capital existente —con respecto al coste de producción de nuevo capital— por lo que se incrementará la producción de nuevos bienes de capital. Para Smith, este ajuste se producirá con una amplia gama de activos que incluyen plantas y equipos, stocks, inmuebles y también bienes de consumo duradero.

Sin embargo, Smith considera como al efecto más importante del incremento de la cantidad de dinero el aumento de las reservas de los bancos que les permite expansionar sus activos, especialmente créditos. Este énfasis en el papel del sistema crediticio, es común en todos los poskeynesianos, incluido Hicks.

b) El efecto riqueza se deriva del descenso del tipo de interés y por tanto de los tipos de capitalización empleados en valorar los flujos de ingresos esperados, así como la riqueza real.

Aparte de estos dos canales básicos deben considerarse otros efectos derivados, sobre todo, de características institucionales. El más importante de ellos afecta al sector de la construcción.⁴⁵

Los efectos secundarios de los primeros impactos descritos consisten en incrementos de la renta, o generación de renta adicional, es decir, incrementos en el consumo de bienes no duraderos y servicios, lo cual desencadenará el conocido mecanismo keynesiano del multiplicador-acelerador. Aquí se abandonan, pues, los caminos de la teoría de los precios, para adoptar la hipótesis típica de los keynesianos.

Otro efecto secundario es compensador de los descritos: el aumento de

44. SMITH, W. L. (1969).

45. SMITH, W. L. (1969), p. 108, consideró tres motivos que pueden afectar el volumen de fondos puesto a disposición del sector de construcción residencial:

1. Los flujos de ahorro pueden canalizarse hacia los bancos comerciales, abandonando otros intermediarios financieros más relacionados con la construcción (Saving Association Building Societies) si los primeros incrementan los tipos de interés a fin de captar fondos con que afrontar una mayor demanda de créditos.

2. Si los mismos bancos alteran su cartera de activos reduciendo los de tipo hipotecario en beneficio de los créditos industriales.

3. Si los inversores institucionales abandonan las hipotecas para comprar obligaciones.

la renta exige incrementos de la oferta monetaria para fines de transacción, que influye en el sentido de elevar los tipos de interés. Ésta es una influencia que se produce, dentro del mecanismo de transmisión, en dirección contraria a las consideradas hasta ahora, es decir, desde el dinero hacia la renta. La importancia que se otorgue a este efecto es determinante en relación al tema de la exogeneidad del dinero.

P. A. Samuelson ha elaborado un mecanismo de transmisión esencialmente idéntico al descrito con ciertas calificaciones y cambios en el orden de las piezas.⁴⁶ Samuelson divide los efectos de un cambio en la cantidad de dinero del modo siguiente:

a) Efectos directos sobre los tipos de interés, y la disponibilidad del crédito. En este apartado, Samuelson introduce, como pieza de gran importancia, el racionamiento del crédito, lo que le distingue del enfoque de Smith. Así, cuando la gama de tipos de interés se mueve, no lo hace siguiendo las pautas de los modelos de competencia perfecta: «los créditos no se subastan en mercados perfectos de tal modo que la escasez de fondos se mida con rigor por el tipo de interés cotizado. A menudo, los tipos de interés son como precios administrados —los tipos cotizados cambian pero ello es infrecuente—».⁴⁷ Aunque luego Samuelson se refiere a prácticas que no pueden identificarse con una definición rigurosa de racionamiento del crédito (cita la variación en el porcentaje disponible sobre los descubiertos bancarios) concluye que, a pesar de que el tipo de interés varía poco, los tipos efectivos a los que el público obtiene préstamos se modificarán de modo mucho mayor de acuerdo con la intensidad del racionamiento del crédito.

No puede deducirse de ahí que Samuelson considere la situación de racionamiento como estable o duradera: «es a corto plazo que prevalecen elementos altamente efectivos del racionamiento. Luego, a largo plazo, precisamente cuando se disipan sus efectos y se propagan en forma de costes más que en la mera disponibilidad de crédito, podemos esperar que el descenso de los tipos de interés provoque nuevos proyectos a largo plazo y el incremento de los tipos los desanime».⁴⁸

b) Efectos indirectos sobre el interés y las condiciones crediticias.

Bajo este título Samuelson coloca la posibilidad de ampliación de los activos bancarios por el incremento de reservas que cualquier aumento en la cantidad de dinero provoca. «Aunque no mecánico, este proceso es, en períodos normales, altamente predecible»,⁴⁹ lo que quiere decir que, para Samuelson, el multiplicador de la base monetaria es estable en épocas en las que no se produzcan grandes perturbaciones.

46. SAMUELSON, P. A. (1967).

47. SAMUELSON, P. A. (1967), p. 60. Este tipo de razonamiento no es nuevo en el caso de Samuelson que ya lo había defendido ante el llamado Comité Patman en 1952.

48. *Ibid.*, p. 61. Esta característica de realismo en el mecanismo de transmisión de Samuelson, inexistente en ningún enfoque monetarista, resume dos elementos propios de los enfoques keynesianos: la importancia otorgada al sistema crediticio y la integración de factores institucionales en el análisis.

c) Efectos directos e indirectos sobre los valores netos.

Incluye el efecto riqueza descrito ya cuando analizábamos la aportación de W. L. Smith, aunque Samuelson dejó bien claro que no consideraba que los efectos riqueza pudieran tener demasiada importancia: «En cualquier caso, si rastreamos de forma realista el *modus operandi* de una expansión de crédito, encontraremos que se produce tan sólo levemente a través de incrementos directos de la riqueza neta; por el contrario, se produce básicamente por el hecho de que induce nuevo gasto de inversión».⁵⁰

d) Incrementos en el gasto de inversión inducidos por el más bajo coste y la mayor disponibilidad del crédito.

Éste es el paso más importante en el proceso de transmisión. Para Samuelson no tiene importancia la forma en que estos incrementos se producen (coste de la financiación menor o simplemente mayores disponibilidades de financiación con respecto a períodos anteriores) ni los activos en que se materializa este incremento de la inversión (stocks, equipo, plantas industriales). Lo esencial es que se produce un aumento de la producción, por tanto, de la renta y, a su vez, del consumo. Es decir, se desencadena el proceso combinado del multiplicador y acelerador.

El mecanismo descrito es básicamente idéntico al de W. L. Smith y constituye, junto con éste, una descripción válida de lo que puede denominarse postura neokeynesiana. Las mayores diferencias residen, probablemente en el tratamiento de la disponibilidad del crédito, limitado al sector inmobiliario por parte de Smith y generalizado, a través del racionamiento de crédito, a todos los sectores por parte de Samuelson.

El papel de la disponibilidad de crédito ha sido subrayado por Hicks en su reciente contribución a la reformulación de la teoría keynesiana. En ella, la descripción del mecanismo de transmisión no es un objetivo prioritario, aunque aporta una confirmación de la importancia del sistema crediticio en la visión keynesiana de la eficacia de la política monetaria.

Hicks parte del concepto de liquidez cuyo análisis debe integrarse con el de la teoría de selección de cartera si quiere conocerse cómo los cambios monetarios afectan a la demanda agregada. Es decir, si no se presta atención a la característica esencial del dinero que es la liquidez no puede comprenderse el proceso de sustitución entre éste y los otros activos.⁵¹

Para Hicks, la liquidez es materia de una secuencia de elecciones y cuando tiene que tomarse no una sola decisión, sino una cadena de ellas a través del transcurso del tiempo adquiere importancia en situación de incertidumbre. En esta perspectiva, la liquidez permite la flexibilidad de elección en el futuro, otorga la posibilidad de mejorar —al adquirir nueva información— la calidad de las decisiones: «la función social de la liquidez es que da tiempo a pensar».⁵²

50. *Ibid.*, p. 58.

51. Hicks, J. (1974), p. 37.

52. *Ibid.*, p. 57.

Definido el papel de la liquidez, Hicks distingue —en un intento de clarificación más que de descripción realista— entre la autoeconomía, en la que las empresas se basan únicamente en los activos líquidos que poseen para financiar sus inversiones, y la economía de préstamos en la que la liquidez proviene de la capacidad de endeudarse frente al sistema crediticio.

En el primer caso (la autoeconomía pura) se produce el efecto señalado por Keynes: una operación monetaria expansiva reduce el tipo de interés interpretado en su sentido amplio y favorece la inversión. Hicks ha matizado este proceso indicando que para proceder a la inversión una empresa normalmente deberá empeorar su situación de liquidez y en esta decisión parece sensato esperar poca influencia de la variación del tipo de interés que no sea la derivada del incremento del valor de los activos líquidos detentados producido, precisamente, por esta reducción del tipo de interés.

Ello requiere que las reservas de las empresas se mantengan en activos sensibles al tipo de interés y coloca a las autoridades monetarias en la difícil situación de tener que incidir sobre los tipos de interés a largo plazo.

Por los motivos anteriores, Hicks consideró necesaria —para que realmente existiera un mecanismo de transmisión entre el dinero y el sector real—, la existencia de una economía de préstamos, con lo que colocaba al sistema crediticio en el centro del mecanismo de transmisión, al igual que Samuelson y Smith. En este tipo de economía, sin embargo, el tipo de interés no juega un papel esencial en tanto que otros factores y condiciones de los préstamos tienen mayor incidencia que el precio de los mismos: «incluso el discurso de un banquero puede afectar la liquidez de los deudores potenciales». ⁵³ Con ello se inclina también Hicks por una visión más realista del mercado crediticio, única forma en la que merece la pena introducirlo en el mecanismo de transmisión.

La distinción entre autoeconomía y economía de préstamos permite a Hicks, por último, distinguir entre las posibilidades de eficiencia de la política monetaria: «la impotencia relativa de la política monetaria... no es una característica universal, es una característica de la autoeconomía». ⁵⁴

Volviendo al enfoque de W. L. Smith, como en el de Samuelson, tropezamos con la misma laguna explicativa que en el caso del mismo Keynes y Tobin, a saber, la división de los impactos de una variación de la cantidad de dinero entre los efectos sobre la renta real y sobre los precios.

A este respecto, el planteamiento de Samuelson es claramente insuficiente, puesto que distingue tan sólo entre las dos situaciones límite correspondientes a subempleo y pleno empleo, ofreciendo también una alternativa simplista: «Si la industria está ya trabajando a plena capacidad, y si el mercado de trabajo está tan tenso que no puede expandirse, el incremento inducido en

53. *Ibid.*, p. 54.

54. *Ibid.*, p. 56.

la demanda de inversión servirá tan sólo para producir una brecha inflacionaria».⁵⁵

Las respuestas de W. L. Smith traducen también el desconocimiento sobre estos efectos de la política monetaria, llegando, en algún caso, a proponer soluciones de libro de texto.⁵⁶

De hecho, el tema de la división de los incrementos de la renta nominal entre la renta real y de los precios, básico para teoría macroeconómica, está muy lejos de ser resuelto, lo que llevó a Harry Johnson a considerar que la teoría keynesiana es aplicable tan sólo en situaciones de desempleo, mientras que la monetaria lo sería en condiciones de pleno empleo.⁵⁷

Obviamente, ésta es una solución salomónica sin ningún contenido teórico. Más adelante volveremos sobre el tema, puesto que la falta de respuesta es también una característica de los neocuantitativistas. Y es precisamente esta común incapacidad la causa de que la evolución de los hechos, y no la clarificación teórica, haya puesto fin a la polémica entre las dos escuelas.

III. EL ENFOQUE MONETARISTA DEL MECANISMO DE TRANSMISIÓN

Antes de iniciar este apartado debería definirse, siquiera sea de forma aproximada, qué líneas de pensamiento se consideran como integrantes de la escuela monetarista. La tarea, sin embargo, no es fácil. En principio, el monetarismo surgió como respuesta —o desafío— a las ideas monetarias dominantes en la década de los cincuenta propias de los keynesianos (aparte del hecho de que fueran derivadas correctamente o no de los supuestos de Keynes) que otorgaban muy escasa importancia a la política monetaria. Brunner fecha este resurgir en la Conferencia de Pittsburgh organizada por el National Bureau of Economic Research⁵⁸ lo que probablemente implique una consideración injusta de la obra de Friedman, quien ya en 1956 publicó su *Restatement*.⁵⁹

Ciertamente la escuela monetarista debe su existencia de forma casi decisiva a la obra de Milton Friedman y sus esfuerzos —claramente basados en una creciente utilización de análisis cuantitativos— por demostrar la importancia del dinero. Pero a partir de aquí la labor de precisar el contenido de

55. *Ibid.*, p. 59.

56. En el artículo tomado como base para la explicación de su enfoque del mecanismo de transmisión, Smith afirmó: «El modo en que el efecto de un incremento en la demanda se divide entre las respuestas de la producción y del nivel de precios depende de la forma en que empuje la capacidad productiva». Vid. SMITH, W. L. (1969), p. 64. Un año más tarde dedicaba al tema un solo párrafo: «En la discusión anterior no se ha dicho nada del nivel de precios, la forma usual de manejar la determinación del nivel de precios sería yuxtaponer un modelo del lado de la oferta basado en una función de producción agregada sobre un modelo de demanda agregada de la forma del esquematizado más arriba». Vid. SMITH, W. L. (1970), p. 774. En ningún caso puede decirse que se demuestre un intento de real aproximación al problema.

57. Vid. JOHNSON, H. G. (1971), pp. 66 ss.

58. BRUNNER, K. (1970), p. 177.

59. FRIEDMAN, M. (1956).

esta corriente monetaria presenta considerables dificultades. Porque está claro que el criterio de la importancia del dinero no supone una delimitación correcta entre monetaristas y keynesianos.

Ello deja inservibles definiciones intentadas por Samuelson y Brunner.⁶⁰ También parece equivocado considerar a los monetaristas como los reformuladores de la teoría cuantitativa del dinero puesto que, como Patinkin ha demostrado —y Harry Johnson ha repetido—, su posición se deriva en mayor medida de Keynes que de Fisher u otros cuantitativistas.⁶¹

En definitiva, reconociendo el papel decisivo que han tenido Friedman y otros monetaristas en el resurgir de la «respectabilidad profesional»⁶² de los teóricos que han resaltado la importancia de la cantidad de dinero para explicar las fluctuaciones económicas, debe quizás aceptarse que desde el punto de vista estrictamente teórico —prescindiendo de las recetas de política económica— no exista un contenido específico en el análisis monetarista, tanto por el hecho de que ha ido evolucionando considerablemente desde 1956 como por el de que también lo ha hecho —y de forma importante— la corriente de origen keynesiano. El mismo Friedman parece aceptar esta hipótesis cuando dice: «La teoría cuantitativa del dinero es más una denominación que evoca un enfoque general que no una etiqueta propia de una teoría bien definida».⁶³

Ello refuerza el interés de comparar al monetarismo con los poskeynesianos a través del mecanismo de transmisión, puesto que parece claro que las diferencias entre ambas escuelas hay que buscarlas no ya en la importancia que conceden al dinero, sino en los caminos por los que el dinero ejerce su influencia.

1. *Las proposiciones básicas del enfoque monetarista*

Para el enfoque monetarista del mecanismo de transmisión, una de las proposiciones básicas es la de que existe una relación directa entre la cantidad de dinero y el gasto. El individuo (o la comunidad) que se enfrenta

60. SAMUELSON, P. A. (1969), p. 7, propuso definir al monetarismo como «la creencia de que el determinante primero del estado de la demanda agregada macroeconómica —tanto si hay desempleo como inflación— es el dinero, oferta monetaria o disponibilidades líquidas y, quizá, más específicamente sus varios ritmos de cambio». BRUNNER, K. (1970), p. 178, coincide sustancialmente en su definición: «La postura monetarista reformuló en la última década ciertas ideas de la antigua teoría cuantitativa y avanzó una hipótesis que atribuye a los impulsos monetarios un papel dominante en la evolución de las fluctuaciones económicas».

61. La definición de la postura teórica de Friedman según Patinkin es la siguiente: «Lo que Friedman ha presentado realmente es una exposición elegante del enfoque moderno de la teoría de la selección de cartera sobre la demanda de dinero, y aunque tiene algunos conocidos antecedentes de la teoría tradicional (poco desarrollados, sin embargo), puede ser visto únicamente como una continuación de la teoría keynesiana de la preferencia por la liquidez». PATINKIN, D. (1969), p. 47. Vid. también: PATINKIN, D. (1972c) y JOHNSON, H. G. (1970) y (1971). Para una respuesta, vid. FRIEDMAN, M. (1972).

62. Son palabras del mismo FRIEDMAN, M. (1956).

63. *Ibid.*, p. 3.

a una situación en que mantiene una cantidad de dinero superior a la deseada puede desprenderse de ella incurriendo en cualquier tipo de gasto, sea en activos físicos, financieros o en bienes de consumo.

Esta relación directa entre dinero y renta (dejamos para más adelante si nominal o real) se cumple si son ciertos los dos supuestos siguientes que han caracterizado la postura monetarista extrema:

- a) La oferta de dinero es una magnitud exógena.
- b) Existe una función de demanda de dinero estable.

En este caso, un aumento de la base monetaria se traduce en un incremento mayor de la cantidad de dinero y éste se transmite a la renta dada la constancia de la velocidad del dinero, sin que *feed-backs* desde la renta compliquen el mecanismo.

Por este motivo, y aunque en este momento es difícil encontrar algún monetarista que aceptase los dos supuestos anteriores sin ninguna cualificación, los temas de la endogeneidad de la oferta monetaria, o, en otras palabras, de si existe influencia en dirección renta-dinero, y de la estabilidad de la demanda de dinero han ocupado constantemente la atención de los monetaristas.

Por lo que se refiere a la estabilidad de la demanda de dinero, se trata de una condición esencial para el mecanismo monetarista en tanto que si un incremento en la cantidad de dinero es absorbido por el público (sea porque provoque una baja del tipo de interés y la demanda sea elástica al mismo, sea por otras razones) se pierde una pieza esencial de este mecanismo: un aumento de la oferta monetaria ha provocado tan sólo un incremento de la demanda de dinero.⁶⁴

En ese sentido, y aunque es difícil extraer conclusiones del enorme montón de investigaciones empíricas realizadas sobre la demanda de dinero, parece un común denominador ampliamente aceptado que ésta es una función estable y que el tipo de interés (con signo negativo) es un argumento significativo dentro de la misma.⁶⁵

Esta relación directa dinero-renta se basa en la consideración del dinero como un activo que tiene características tales que no es tan sólo sustitutivo de otros activos financieros a corto plazo, sino de toda clase de activos. Ello ha llevado a considerar que la «diferencia crucial entre monetaristas y keynesianos reside en su visión claramente distinta del grado en que algunos activos

64. David Laidler lo ha expresado del modo siguiente: «La importancia de una función estable de demanda para el funcionamiento de la política monetaria debería ser obvia. Si la demanda de dinero es una función estable de un número reducido de variables, cambios en la oferta monetaria deben modificar al menos una de estas variables a fin de mantener el equilibrio en el mercado del dinero. Aunque la demanda de dinero no proporciona el mecanismo de transmisión completo por el que cambios en la cantidad de dinero pueden producir cambios en la renta, el empleo y los precios, proporciona un nexo de unión en ese mecanismo» (1970), p. 90. JOHNSON, H. G. (1963), pp. 101-102, lo puso de relieve varios años antes.

65. Vid. LAIDLER (1969), pp. 97 y 116. Otras características de la función sobre las que existe consenso (introducción de la riqueza, papel del nivel esperado de precios, etc.), están resumidas y analizadas en el mismo trabajo.

alternativos pueden ser sustitutivos cercanos del dinero mantenido y, en particular, de si existe un nivel significativamente mayor de posibilidad de sustitución entre el dinero y los activos financieros, con respecto a los activos reales». ⁶⁶ Como más adelante se observará, hoy difícilmente puede considerarse que esta diferencia sea «crucial».

El grado de sustitución no es tan sólo un factor diferenciador, sino también un elemento de discusión entre monetaristas. Como Brunner y Meltzer han señalado, Friedman no explica, en su artículo de 1970, por qué —o cómo— los cambios en la cantidad nominal de dinero inducen a las economías domésticas o a las empresas a modificar sus esquemas de gasto. ⁶⁷

2. El mecanismo de transmisión según Milton Friedman

De hecho, hasta fechas bien recientes, la única —o casi la única— descripción del mecanismo de transmisión avanzada por Friedman era el apartado que dedicó al tema en su artículo sobre los ciclos y el dinero. ⁶⁸ En esta exposición, Friedman parte —como es usual— de una operación de *open-market* compradora de títulos. El incremento de dinero se traduce —directa o indirectamente— en un aumento de las reservas bancarias. Tanto los bancos como los particulares invertirán la liquidez adquirida en títulos parecidos a los que vendieron al Banco Central, por lo que sus precios subirán y la demanda de dinero irá desplazándose lentamente hacia activos cada vez más distintos de los iniciales. La gama de activos afectados se amplía al continuar el proceso, de modo que el exceso inicial de liquidez se difunde por toda la economía. Esta onda expansiva alcanzará al stock de capital existente cuyos precios también subirán con respecto a los costes de reposición, lo que favorecerá la producción de nuevos bienes de capital. Todos estos incrementos de precios de los activos modificarán al alza la ratio riqueza-renta, por lo que la adquisición de los servicios de los factores de la producción será más barata que la compra directa de estos mismos factores. Ello incrementará los ingresos.

Hasta aquí el mecanismo sería ampliamente compartido por la mayoría de los economistas que han estudiado el problema, por lo que Hahn ha podido escribir: «prescindiendo del caso de la trampa de liquidez, reconocido como excepcional, es puro Keynes». ⁶⁹ Una cualificación menos admitida sería la de si hay que considerar las carteras de los individuos conteniendo no tan sólo títulos de renta fija o variable, sino otros activos «incluso yendo tan lejos como para incluir bienes de consumo duradero, stocks de bienes de consumo como las prendas de vestir y similares, y quizá también, capital humano tal

66. GOODHART, C.A.E. (1970), p. 165.

67. Vid. BRUNNER, y MELTZER (1972a), pp. 841-842. Dejamos una consideración más detenida de este problema para más adelante cuando se comparen las posturas monetarista y keynesiana.

68. FRIEDMAN, M. y SCHWARTZ, A. J. (1963), pp. 229-234.

69. HAHN, F. H. (1971), p. 75.

como las habilidades que se adquieren con la formación profesional y similares». ⁷⁰

Aparte de considerar a los bancos y a la ratio depósitos-efectivo como factores importantes, una característica esencial en el proceso descrito por Friedman es que éste se excederá, sobrepasará los límites de un equilibrio a corto, por lo que se originarán movimientos cíclicos. La primera razón por lo que ello sucederá, y la más importante, es que los detentadores de dinero, evaluando las cantidades del mismo que tienen en exceso a un nivel de precios inicial que es inferior al final, puesto que ya se ha visto que el mecanismo supone incrementos graduales de los activos que va efectuando, tienden a excederse al desprenderse de él, es decir, a reajustar su cartera de forma más radical de la que finalmente sería necesaria. La segunda se refiere, principalmente, a los efectos a través del mecanismo monetario. Uno de ellos se produce porque el incremento inicial aumenta la ratio dinero de alta potencia —oferta monetaria—, y como no es pensable que esta alteración sea estable, en algún momento la oferta monetaria deberá crecer más de prisa para volver a la ratio inicial. Lo mismo sucede con la ratio depósitos-efectivo.

El mismo Friedman ha resumido su visión del mecanismo: «El elemento central del mecanismo de transmisión, tal como lo hemos esbozado, es el concepto de fluctuaciones cíclicas como producto de ajustes contables, como efecto de los flujos de ajuste de otras cantidades deseadas y reales». ⁷¹ Este esquema no supone nuevas aportaciones técnicas a los mecanismos ya conocidos de influencia del dinero sobre la renta, sobre todo en la dirección de justificar una influencia directa. Ello ha sido utilizado en las críticas que han señalado la ausencia de una estructura teórica detrás del esfuerzo empírico realizado. ⁷² Y sobre el carácter cíclico del proceso, Hahn ha puesto de relieve como algunas de las implicaciones del «overshoot» descrito, al suponer que puedan afectarse los valores reales de equilibrio a largo plazo del capital son contradictorias con la posición defendida por el mismo Friedman en otros artículos. ⁷³

Queda, sobre todo, el énfasis en la relación directa dinero-renta a través de la relación dinero-gasto ⁷⁴ (y otras muchas consideraciones de política monetaria que no nos atañen directamente en nuestro análisis, como podría ser un ejemplo el carácter engañoso del tipo de interés como indicador) para caracterizar la postura de Friedman quien, de hecho no perfeccionó en artículos posteriores el esquema descrito. ⁷⁵

70. FRIEDMAN y SCHWARTZ (1963), p. 231.

71. *Ibid.*, p. 234.

72. *Ibid.*, a este respecto, ROJO, L. A. (1971), p. 22.

73. HAHN, F. H. (1971), p. 77.

74. «Un corolario para la política monetaria es que es de esperar que sus efectos se produzcan bastante más de lo que se ha supuesto a través de cambios en el gasto producidos por la cantidad de dinero, y bastante menos a través de efectos indirectos sobre los tipos de interés y de ahí sobre la inversión y la renta.» FRIEDMAN (1959), p. 139.

75. Hasta el punto que no abordó el problema ni en su «Framework» de 1970 ni en el artículo continuador de 1971, por lo que incluyó unas páginas como reacción a las primeras

De hecho, Friedman ha aceptado explícitamente que los dos enfoques pueden compatibilizarse a nivel formal, y ha reducido las diferencias a un nivel muy similar al del artículo de Goodhart ya citado y que tiene poca significación teórica: «La diferencia entre nosotros y los keynesianos reside menos en la naturaleza del proceso que en la gama de activos considerados. Los keynesianos tienen tendencia a concentrarse en una gama estrecha de activos transferibles y de tipos de interés registrados. Nosotros insistimos en que una gama de activos y de tipos de interés mucho más amplia debe tenerse en cuenta —activos tales como bienes de consumo duradero y semiduradero, construcciones y otros bienes raíces—. Como resultado, contemplamos los tipos de mercado puestos de relieve por los keynesianos con tan sólo una pequeña parte del espectro total de tipos de interés relevantes...».⁷⁶

3. *La reacción de Brunner y Meltzer*

Este enfoque del problema no ha sido aceptado por Brunner y Meltzer desde la plataforma teórica de lo que ellos denominan hipótesis monetarista. No interesan aquí todas las diferencias de estos autores con la estructura teórica de Friedman (tampoco se ha pretendido exponer de forma completa el pensamiento de este último) sino tan sólo las más sustanciales referidas al mecanismo de transmisión. En síntesis, las diferencias básicas se producen por la aceptación por parte de Friedman, del modelo IS-LM para exponer su estructura teórica, lo que «le coloca dentro de un acuerdo general con los neokeynesianos sobre la transmisión de la política monetaria».⁷⁷ Los elementos de disparidad con la postura monetarista derivados de esta aceptación del modelo IS-LM son los siguientes:

- No distingue entre tipos de interés reales y de mercado.
- No menciona los tipos de interés como aproximaciones a los precios relativos de los activos y de la producción.
- No explica el hecho de que los tipos de interés tienen una conducta procíclica: suben en períodos de expansión y descienden en los de contracción.
- No hay elementos en el modelo que, después de una expansión monetaria, hagan incrementar el gasto y los tipos de interés, fundamentales por el hecho de que el modelo no permite desplazamientos de la curva IS y no proporciona motivos para el retorno de la LM excediéndose de su posición inicial.

Otro elemento importante en la crítica de Brunner y Meltzer es el olvido de

críticas en la edición conjunta que hizo de ambos trabajos, páginas reproducidas también en la respuesta a los comentarios del número monográfico a él dedicado por el J. P. E. Vid. FRIEDMAN, M. (1972), pp. 909-911.

76. FRIEDMAN, M. (1972), p. 910.

77. BRUNNER, K. y MELTZER, A. H. (1972a), p. 846.

la política fiscal, lo que ha impedido producir una verdadera alternativa al análisis keynesiano.

En este sentido, juntando piezas dispersas en sus artículos de los últimos años, Brunner y Meltzer han efectuado una meritoria labor de construcción de una estructura teórica monetarista, con pasos importantes tendentes a liberarla de dos supuestos que la habían mantenido fosilizada en gran medida: el de la exogeneidad de la oferta de dinero y el de la inelasticidad de la demanda al tipo de interés.⁷⁸ Pero, en gran medida, el esfuerzo de Brunner y Meltzer ha producido un mecanismo de transmisión que, al introducir el mercado del crédito se aproxima claramente al keynesiano. Las diferencias se concretan en dos elementos teóricos: *a*) en la extensión a conceder a la teoría de los precios que, según Brunner y Meltzer, reformulada en la actualidad, ya puede explicar los desempleos de cualquier activo (ello implica rechazar la hipótesis multiplicador-acelerador y también la falta de consideración —en los modelos de Tobin— de los precios de la producción), *b*) en la visión del mercado de crédito, rechazando la teoría de la función de oferta de dinero basada en las reservas libres.⁷⁹

La introducción del mercado del crédito en el mecanismo de transmisión puede considerarse como una característica casi general en los años recientes que probablemente será básica en la síntesis entre la postura monetaria y keynesiana, si es que esta síntesis se produce. El caso más explícito de integración del mercado de crédito quizá sea el modelo estimado por S. M. Goldfeld, quien da dos razones para otorgar un papel fundamental a los bancos en la determinación de la renta: En primer lugar porque determinan el tipo de interés de los créditos, con la consiguiente influencia sobre la inversión, y en segundo lugar, porque sus decisiones sobre el nivel de reservas influyen en la oferta de dinero y también en los tipos de interés. Los resultados de su modelo confirman ampliamente las bases teóricas defendidas por Goldfeld.⁸⁰

4. *Algunas conclusiones sobre la posición monetarista*

Aparte de los trabajos de Friedman y las reacciones de Karl Brunner y Allan Meltzer, no existen descripciones monetaristas alternativas del proceso de influencia de las variaciones de las magnitudes monetarias sobre el resto de la economía.

De hecho, a pesar de sus artículos conjuntos con Brunner, Meltzer ha

78. Vid. BRUNNER, K. (1970), (1971a) y BRUNNER, K. y MELTZER, A. H. (1972b) y (1973).

79. Vid. BRUNNER, K. (1971a), pp. 28-35. De hecho no parece que la teoría de las reservas libres pueda considerarse esencial a la posición keynesiana del «Credit View» pudiendo adoptarse otras teorías de la función de oferta del dinero. Una característica que parece más esencial a la posición keynesiana es la consideración del tipo de interés como coste de los préstamos «borrowing cost» y la influencia del dinero sobre la renta a través de la inversión. Estos aspectos deben considerarse como diferenciadores con mayor razón que la teoría del mercado de crédito basada en las reservas libres.

80. Vid. GOLDFELD, S. M. (1966), pp. 194 y 195.

expuesto un mecanismo de transmisión sensiblemente parecido al de Friedman y que supone, por tanto, una aproximación muy notable a la corriente de pensamiento keynesiana.⁸¹

La postura monetarista más extendida no ha pretendido proporcionar descripciones completas y pormenorizadas del mecanismo de transmisión porque ello no era exigido por su opción metodológica en economía.

Harry Johnson ha señalado dos defectos del monetarismo que, a su juicio, impiden que sustituya al keynesianismo como estructura económica aceptada por los economistas académicos.

El primero de ellos, «el abandono por parte de la reformulada teoría cuantitativa del dinero de la responsabilidad de proporcionar una teoría de la determinación de los precios y de la producción».⁸²

La explicación insatisfactoria de la evolución de los precios a corto plazo es una característica constante de la evolución del pensamiento keynesiano en la materia. Por ello no parece que esta característica debiera colocar a los monetaristas en situación de inferioridad en relación a sus oponentes.

Sucede, sin embargo, que a diferencia de los keynesianos, los monetaristas han rehusado intentar la elaboración de soluciones a este problema fundamental. La explicación a esta carencia reside en el segundo defecto señalado por Johnson: el apoyo continuado de los monetaristas en la metodología de la economía positiva.⁸³

Johnson entendió esta metodología como aquella que «justifica un trabajo que produce resultados aparentemente sorprendentes sin sentirse obligada a explicar precisamente por qué éstos se han producido... la demanda de clarificación del mecanismo por el que pueden explicarse los resultados es

81. «El efecto de la política fiscal o monetaria no se limita al cambio inicial en los tipos de interés. Una política monetaria expansiva incrementa la base monetaria, la cantidad de dinero y el crédito bancario e, inicialmente, hace bajar el tipo de interés. La expansión del dinero aumenta el gasto, incrementa el volumen de préstamos y reduce el de obligaciones que tanto los individuos como los banqueros desean mantener a los tipos de interés del mercado. Estos cambios en préstamos y en la cantidad deseada de obligaciones invierten el declive inicial de los tipos de interés; éstos subirán hasta que la cantidad de obligaciones existente sea reabsorbida en las carteras y los bancos ofrezcan al público la cantidad de créditos que éste desee. Si las operaciones expansivas continúan, el gasto, crédito y los tipos de interés, crecerán a niveles superiores, a los del equilibrio inicial. Más tarde, los precios suben bajo el impacto de los incrementos de la cantidad de dinero, reduciendo aún más las tendencias de bonos y otros títulos de renta fija e incrementando el volumen de crédito deseado. Un aumento de la tenencia de efectivo en relación a los depósitos a la vista se suma a las fuerzas que hacen subir los tipos de interés, en el mercado de crédito.» MELTZER, A. H. (1969), p. 24.

82. JOHNSON, H. G. (1971), p. 67.

83. Johnson, no ha sido demasiado preciso en este caso. No se trata tanto de que los monetaristas sean partidarios de la economía positiva como de que puedan identificarse con una postura extrema derivada de la renovación positivista que ha sido denominada «instrumentalismo», según la cual el realismo de los supuestos carece de relevancia por cuanto la bondad de una teoría depende de su capacidad de predicción. Debe reconocerse, sin embargo, que Johnson captó esta conexión entre el debate monetarista y el del realismo de los supuestos, por cuanto consideró que la respuesta más apropiada a las contrastaciones estadísticas de Friedman fue el artículo metodológico con que Samuelson relanzó la polémica del realismo de los supuestos. Vid. JOHNSON, H. G. (1972), p. 72, núm. 15 y SAMUELSON, P. A. (1963).

contraria a la metodología de la economía positiva, que se apoya en el enfoque «como si» para deducir sus conclusiones». ⁸⁴

No es objetivo de este trabajo entretenerse en discusiones metodológicas pero parece conveniente subrayar las implicaciones metodológicas de la posición monetarista, necesaria para una comprensión de la evolución de la discusión con los keynesianos. No en vano Milton Friedman es autor del ensayo metodológico más difundido entre los economistas de la actual generación. ⁸⁵

En contra de los keynesianos, partidarios de valorar una teoría cuantos más hechos sean compatibles con la misma, los monetaristas —con Milton Friedman al frente— han defendido que una teoría es mejor cuanto más simple, cuando elimina un mayor número de posibilidades lógicas sin que al confrontarla con la realidad la evidencia empírica, demuestre que alguna de estas posibilidades eliminadas ocurra. Han sido, como sus estimaciones uniecuacionales demuestran, partidarios de predecir mucho a partir de una información reducida o simplificada. ⁸⁶

Como se ha dicho, esta postura metodológica es la que ha permitido a los monetaristas apoyarse en los buenos ajustes de sus ecuaciones explicativas, rehusando construir una explicación teórica del mecanismo de transmisión. Ello ha sido utilizado por Samuelson que puso en boca de un hipotético monetarista la frase siguiente: «No me preguntéis por qué el dinero importa; es importante pero no conocemos cuáles son, con exactitud, las conexiones». ⁸⁷

La actitud de Samuelson es claramente parcial, pero no es menos cierto que otros monetaristas han aceptado idéntica conclusión. A. J. Meigs, por ejemplo, lo hace de la forma siguiente: «Aunque no conocemos tanto como quisiéramos la forma en que estos impulsos monetarios se transmiten de persona a persona y de empresa a empresa, podemos ver, a partir de observaciones cuidadosas, que existen ligámenes fuertes y de dependencia entre el dinero, la renta y los precios dentro de la caja negra monetaria». ⁸⁸

Por este motivo, y al menos en lo que se refiere al mecanismo de transmisión, el monetarismo es más un conjunto de supuestos sobre determinados aspectos de la influencia del dinero sobre la economía, sobre la base —que parece sólidamente demostrada— de que el dinero es importante, que una teoría definida y articulada sobre una estructura comúnmente aceptada.

84. JOHNSON, H. G. (1971), pp. 67-68. Una discusión metodológica del enfoque «como si» se halla en MELTZER, J. (1965), pp. 329 ss.

85. Vid. FRIEDMAN, M. (1953).

86. Sobre este aspecto, Vid. LAIDLER, D. (1970), pp. 115-117.

87. SAMUELSON, P. A. (1969), p. 9.

88. MEIGS, A. J. (1972), p. 250. La inexistencia de un mecanismo monetarista de transmisión es, hoy, ampliamente aceptada. Vid. por ejemplo, HINES, A. G. (1971), p. 33 y JOHNSON, H. G. (1972), p. 49.

IV. LOS RESULTADOS DE LA DISCUSIÓN SOBRE EL MECANISMO DE TRANSMISIÓN

1. *Análisis de las diferencias entre los enfoques keynesianos y monetaristas*

El examen de la situación en que ha quedado la polémica entre keynesianos y monetaristas —o la «contrarrevolución monetarista» como la ha denominado Harry Johnson— puede iniciarse con el examen de las principales diferencias detectadas ya en las páginas anteriores y que pueden agruparse en cuatro grandes categorías, aunque algunas de ellas estén ligadas entre sí. Esta división, cuya justificación es sobre todo de carácter expositivo, comprende: *a)* el problema de la relación directa entre dinero y renta; *b)* el derivado de los distintos efectos según el activo con que se efectúe la perturbación inicial; *c)* la extensión del enfoque de los precios relativos, y *d)* algunas características institucionales que afectan al mecanismo de transmisión.

a) La relación directa dinero-renta

Ésta es una de las diferencias que pueden encontrarse ya en el inicio de la discusión. Esquematisando, puede afirmarse que en la visión keynesiana la influencia de la cantidad de dinero es indirecta —vía tipos de interés y de ahí a la inversión— mientras que en la visión monetarista un incremento en la cantidad de dinero que desequilibre la cartera de cualquier individuo es gastado, sea en otros activos financieros, sea en bienes de consumo o producción.⁸⁹

De hecho y como ya se ha señalado, la diferencia esencial radica no tanto en el carácter directo o indirecto de la influencia del dinero, sino en la amplitud de la gama de activos sustitutivos del dinero considerada. Pero aun cuando sobre este aspecto está de acuerdo incluso Milton Friedman, no sucede lo mismo con Karl Brunner que afirma que un elevado grado de sustitución entre el dinero y otros activos, expresado por la elasticidad de la demanda de dinero al tipo de interés, no es condición necesaria para que exista una influencia determinante por parte de la política monetaria. Una elasticidad alta al tipo de interés es compatible con influencias importantes de variaciones en la cantidad de dinero siempre que la elasticidad con respecto al tipo de interés en el mercado del crédito sea mayor.⁹⁰

89 Esta descripción es esquemática en la medida que olvida que el mecanismo descrito por Friedman es mucho más complejo al implicar una sucesión de efectos a través de la sustitución continuada de activos próximos.

90. Vid. BRUNNER, K. (1971a), pp. 52-53. El modelo en que las elasticidades de las curvas IS y LM no son condiciones necesarias ni suficientes para determinar las respuestas de la política monetaria —es decir, de la variación de la cantidad de dinero— puede encontrarse en BRUNNER, K. y MELTZER, A. H. (1972b).

Sucede, sin embargo, que no existe ninguna garantía de que esta segunda elasticidad sea más elevada que la primera. Precisamente han podido constatar empíricamente características institucionales en los mercados de crédito que producen una considerable inercia de los intermediarios financieros en la variación de sus tipos de interés, dando lugar al racionamiento de crédito. En la medida en que esto sea cierto la elasticidad de la función de demanda de dinero continúa siendo una pieza básica en el mecanismo de transmisión, si bien pueden aceptarse las afirmaciones monetaristas de que no existe un tipo de interés representativo y que los efectos tienden a disolverse en una gama amplia de tipos propios de interés.⁹¹

Por otra parte, Brunner argumenta que esta importancia concedida al grado de sustitución se justifica si se acepta discutir el tema dentro del «paradigma» keynesiano, pero se desvanece dentro de un modelo basado en la teoría de los precios. Aparte de la inexistencia, por el momento, de dicho modelo, puede responderse que lo único que está proponiendo es el traslado de un «paradigma» a otro y que es probable que el estado actual de la ciencia económica en este terreno concreto no permita decidir respecto de cambios como éste que pertenecen, por tanto, al campo de los valores compartidos por las distintas comunidades científicas.⁹²

A la influencia directa de las variaciones de la cantidad de dinero los keynesianos responden, básicamente, con la consideración de que han de separarse los cambios entre activos de los derivados de incrementos de la riqueza. Tobin considera este supuesto como básico de su modelo: «El supuesto de comportamiento básico en este proceso es que las decisiones relativas al gasto son independientes de las relativas a la composición de la cartera. Específicamente que las decisiones sobre la acumulación de la riqueza son separables de las relativas a su asignación.»⁹³

Esta distinción ha sido una constante de la obra de Tobin, estando ya presente en «Money, Capital and Other Stores of Value» de 1961. En este artículo, citó a Patinkin, para objetar que un exceso de la cantidad de dinero no debe considerarse la causa de un incremento del gasto de bienes, sino que debería serlo un exceso de riqueza.⁹⁴ Ello nos lleva a otro problema básico que los neokeynesianos afirman es olvidado por los monetaristas. Se trata del origen del incremento en la cantidad de dinero que será estudiado

91. Vid. GOODHART, C.A.E. (1970), pp. 164-165.

92. Para la definición de «paradigma» y su papel en el desarrollo científico, vid. KUHN, T. S. (1962).

93. TOBIN, J. (1969a), p. 16. Esta distinción la realizó Keynes al tratar de la tasa de interés: «Las preferencias psicológicas en el tiempo de un individuo requieren dos clases de decisiones para realizarse por completo. La primera se relaciona con el aspecto de preferencia en el tiempo que he denominado *propensión a consumir*, la cual... determina qué parte de un ingreso consumirá cada individuo y cuánto guardará en *alguna* forma de poder adquisitivo futuro. Pero una vez tomada esta decisión, le espera otra, es decir, en *qué forma* conservará el poder adquisitivo de consumo futuro que ha reservado ya sea de ingreso corriente o de ahorros previos». KEYNES, J. M. (1936), p. 166.

94. Vid. TOBIN, J. (1961), p. 223 y PATINKIN, D. (1965), cap. VIII.

en el apartado siguiente, pero que aquí nos interesa con respecto a la distinción entre exceso de riqueza y de dinero. Kaldor ha puesto de relieve este aspecto: «El verdadero mecanismo por el que cambios exógenos en la oferta de dinero influyen en el nivel de gasto —cómo el dinero pasa a circular, quién lo recibe, si quienes lo reciben lo consideran una adición a su ingreso disponible para el gasto a su riqueza, o si se crea como intercambio con otros activos sin aumentar ni la renta ni la riqueza— es muy poco considerado por la escuela ortodoxa de Friedman. Quizá sea significativo que cuando Friedman, en su último ensayo, intenta una descripción gráfica de cómo un incremento en la oferta de dinero conduce a un alza de precios y de rentas, el dinero es distribuido entre la población desde el aire usando un helicóptero».⁹⁵

La posición keynesiana al respecto de la influencia directa del dinero sobre la renta la ha resumido W. L. Smith, negando que exista ninguna prueba sobre ello y sugiriendo, por el contrario, las razones siguientes como únicas que pueden conducir a la gente a cambiar su nivel de gasto: *a*) cambios en la renta, *b*) cambios en el nivel de riqueza, *c*) desequilibrios en sus carteras por cambios en los rendimientos relativos de los activos debidos a medidas de política fiscal o monetaria, *d*) cambios en las disponibilidades de créditos y *e*) cambios en la propensión al gasto o en las preferencias por activos distintos.⁹⁶

También en este aspecto, como en tantos otros, parece que la cuestión debe considerarse como no resuelta. Incluso Brunner y Meltzer acusan a Friedman de haber sorteado la cuestión de por qué cambios en la cantidad nominal de dinero inducen a las economías domésticas o a las empresas a comprar más bienes y servicios.⁹⁷ A. A. Walters ha aceptado las dificultades de demostración de las hipótesis monetaristas en relación al tema al afirmar que «permanece desconocido el hecho de si el dinero produce sus milagros a través del tipo de interés o dados otros ajustes de cartera que afecten a la inversión y al consumo. Ello es así en parte debido a las dificultades que presenta la medición del tipo real de interés apropiado y en parte a causa de los efectos del racionamiento del crédito».⁹⁸

b) Efectos distintos según el activo con que se efectúe la perturbación inicial

La discusión de este apartado está estrechamente ligada con lo dicho en el anterior. De hecho, el mecanismo que postula una relación directa dinero-

95 KALDOR, N. (1970), p. 4. HAHN, F. H. (1971), p. 75, ha sido aún más explícito a este respecto: «Igualmente enigmático es el punto de vista de que nada esencial cambiaría en la descripción a corto plazo en caso de que hubiéramos empleado el helicóptero en vez de operaciones de mercado abierto. Si hubiéramos usado el helicóptero, no tan sólo la gente se hubiera encontrado con demasiado dinero, sino que serían, sin lugar a dudas, más ricas».

96. SMITH, W. L. (1969), p. 114.

97. BRUNNER, K. y MELTZER, A. H. (1972a), p. 841.

98. WALTERS, A. A. (1970a), p. 57.

gasto supone que cualquier incremento de la oferta monetaria puede utilizarse para la compra de activos físicos, o bienes de consumo duradero —e incluso para incrementar la llamada riqueza humana— y no tan sólo para la compra de activos financieros. Los keynesianos, al rechazar la posibilidad de esta relación directa, automáticamente suponen consecuencias distintas, al menos a corto plazo, si la política monetaria provoca cambios de precios de activos financieros distintos.

Goodhart ha expresado gráficamente esta afirmación: «Si la sopa de tomate parece que se está poniendo excesivamente cara, la respuesta normal está en comprar menos sopa de tomate y más sopa de rabo de buey, y no menos sopa de tomate y más obligaciones industriales».⁹⁹

Por tanto, si la compra, por parte de las autoridades monetarias, se ha realizado en un activo financiero determinado —a corto plazo, por ejemplo— es de prever que el mayor peso del nuevo ajuste de carteras recaiga sobre los activos financieros a corto plazo y no sobre el gasto en bienes de consumo. Como puede apreciarse, la actitud con respecto a este tema está estrechamente ligada con las opciones que se tomen sobre el nivel de sustitución entre el dinero y cualquier otro tipo de activos, entre los activos físicos y los reales y entre los distintos activos dentro de los dos grupos anteriores.

A este respecto, como W. L. Silber ha señalado,¹⁰⁰ existe una coincidencia entre los monetaristas y los partidarios del esquema IS-LM en su versión más simple, en tanto que ninguna de las dos líneas de pensamiento atribuye efectos distintos a perturbaciones monetarias de distinto origen. La consideración por parte del modelo IS-LM de «el» tipo de interés impide analizar efectos distintos en el caso de que el sistema bancario use un incremento de sus reservas para ampliar los créditos concedidos al sector privado o para la compra de títulos.

Un corolario de la actitud neokeynesiana contempladora de una estructura de tipos de interés (y, por tanto, defensora de que distintos tipos de interés tienen influencias distintas sobre categorías distinguibles de la inversión, tales como los stocks, la construcción inmobiliaria, la inversión industrial) es la importancia otorgada a las variaciones en la composición de la cartera del sistema bancario, que resultan decisivas en la «availability doctrine», mientras que son ignoradas por los monetaristas. Para los keynesianos, una ampliación del crédito bancario es más expansionaria sobre el nivel de gasto que el incremento de compras de títulos de renta fija, por ejemplo, aunque una influencia rápida y directa de las condiciones del crédito bancario sólo parece clara en lo que se refiere a la inversión en existencias, mecanismo al que ya concedió gran importancia Hawtrey en su hipótesis monetarista del ciclo.¹⁰¹

99. GOODHART, C. A. E. (1970), p. 160.

100. SILBER, W. L. (1969), p. 84.

101. Sobre las teorías de Hawtrey puede consultarse a HABERLER, G. (1937), pp. 14-28. Recientemente, Hicks ha puesto gran énfasis en las variaciones de la inversión en existencias como factor esencial en el proceso del multiplicador keynesiano. Vid. HICKS, J. (1974), pp. 10 ss.

c) Extensión del enfoque de los precios relativos

Ya se ha señalado cómo, en el terreno de los activos financieros y físicos, la utilización del enfoque de los precios relativos es una característica común de las dos escuelas. Sin embargo, los monetaristas y en particular Brunner y Meltzer, acusan a los keynesianos de un abandono arbitrario de la aplicación de la teoría de los precios relativos a partir de los mercados de activos físicos y financieros, aun justificando el intento de Keynes de encontrar otras vías teóricas en momentos en que la teoría de los precios era obviamente incapaz de explicar los niveles de desempleo de los factores de la producción.

Ciertamente, el mecanismo del multiplicador por su simplicidad ha sido casi destrozado tanto en el terreno teórico como en el empírico hasta el punto que Leijonhufvud ha podido escribir: «Evidentemente, los teóricos neocuantitativistas han atacado al «optimismo del multiplicador» al que en gran medida consideran como la base de la popularidad de las medidas fiscales de estabilización entre los economistas. Más directamente dirigidas al centro de la cuestión, sin embargo, están las teorías modernas de la función de consumo. Tanto la hipótesis de la renta permanente de M. Friedman, como la hipótesis del «ciclo vital» de Modigliani, Brumberg y Ando, implican un valor tan bajo para el multiplicador que no merece la pena preocuparse más de él».¹⁰²

La clave de la actitud de los economistas frente a este problema reside, fundamentalmente en la confianza que se otorgue a la teoría de los precios, o mejor, a las posibilidades de mantenimiento del enfoque neoclásico en base al camino abierto por Armen Alchian y continuado, por lo que a la explicación de la evolución de precios y salarios se refiere, por E. S. Phelps y sus seguidores.¹⁰³

La posición a este respecto no es separable de la que se adopte en relación al problema de la evolución de los precios a corto plazo, al que se dedica el último apartado de este trabajo.

d) Características institucionales que afectan al mecanismo de transmisión

Los teóricos keynesianos han otorgado mayor importancia a las características institucionales que los monetaristas, hasta el punto de situarlas en puntos estratégicos del mecanismo de transmisión, lo cual es otro reflejo de las distintas actitudes metodológicas ya examinadas.

Entre estas características pueden mencionarse las particularidades del sector de la construcción residencial que ya vimos analizaban tanto Samuelson como Smith. Karl Brunner niega que existan «sectores industriales clave» que sean afectados en primer lugar por cambios monetarios. La mayor ines-

102. LEIJONHUFVUD, A. (1969), p. 42. Esta posición no es aplicable a la reformulación del multiplicador presentada por Hicks: «Es imposible contar correctamente el relato del multiplicador en términos de relaciones «flujo» entre renta y ahorro a las cuales se limitó Keynes principalmente. El estado de los stocks, incluso la situación inicial de los stocks, debe ser también considerado». Vid. HICKS, J. (1974), p. 14.

103. Vid., a este respecto, ALCHIAN, A. A. (1971) y PHELPS, E. S. (1971), artículos incluidos en la obra editada por este último.

tabilidad relativa, incontestable, del sector inmobiliario reside, en la explicación monetarista, más en la ruptura de las leyes del mercado que supone la fijación de tipos de interés por parte de algunos intermediarios financieros, que en las características reales del sector. Un factor relevante a su favor es el hecho de que la expansión monetaria continuada coloca a estos intermediarios en la misma difícil situación que la contracción de la cantidad de dinero.¹⁰⁴ Este hecho ya había sido subrayado por Bowsher y Kalish los cuales, muy en línea con la postura teórica del banco a que pertenecen y de la revista en que publicaron su artículo (la del Banco de la Reserva Federal de San Luis) aportaron pruebas que sugerían que la política económica restrictiva no afecta especialmente a la industria de la construcción de viviendas, mientras que ésta sufre las consecuencias de una demanda global excesiva que provoca alzas en los tipos de interés.¹⁰⁵

Por su parte, Sherman J. Maisel argumenta todo lo contrario, es decir, que tanto por las alzas de los tipos de interés como por los trasvases de fondos que provoca, la política monetaria restrictiva castiga en primer lugar la construcción residencial.¹⁰⁶ No se trata, pues, de un tema que puede darse por resuelto. En apoyo —aunque indirecto— de la tesis de Maisel puede aducirse que el modelo econométrico de la Reserva Federal y el M.I.T. ha demostrado la existencia de racionamiento del crédito en el sector de la construcción residencial debido, según de Leeuw y Gramlich, a la fluctuación de sus depósitos, a la poca movilidad de sus inversiones una vez efectuadas y a la rigidez de sus tipos de interés.¹⁰⁷

Otro factor institucional de gran importancia en el mecanismo keynesiano —y estrictamente necesario en el de la «availability doctrine»— es el racionamiento del crédito. Otra vez se trata de un intento keynesiano de acercamiento a la realidad sacrificando en parte la coherencia de la estructura teórica a construir. Una teoría rigurosa del racionamiento del crédito está por elaborar o, cuando menos, dista mucho de ser aceptada por la generalidad de teóricos monetarios. De hecho es una preocupación reciente. Pero la falta de una explicación teórica consistente no puede impedir la existencia de un hecho como el racionamiento del crédito que puede constatararse en todos los sistemas crediticios.

2. Puntos comunes después de la polémica. El problema del tratamiento de las variaciones de los precios a corto plazo

A lo largo del examen realizado de las teorías de derivación keynesiana y las monetaristas han ido señalándose ya las progresivas aproximaciones de ambos enfoques a medida que las hipótesis simples iban matizándose. No

104. Vid. BRUNNER, K. (1971a), pp. 54-55.

105. BOWSHER, N. N. y KALISH, L. (1968), p. 509.

106. MAISEL, S. J. (1967), p. 494.

107. DE LEEUW, F. y GRAMLICH, E. M. (1969), pp. 158-159.

puede, por tanto, decirse que en estos momentos la discusión se entable desde posiciones totalmente antagónicas. Las diferencias descritas en el apartado anterior no justifican en absoluto esta consideración. Sobre todo parece indefendible que, tal como han argumentado Friedman y Goodhart por ejemplo, la distinta apreciación de la sustitución entre el dinero y otros activos pueda ser la base para distinguir las dos escuelas.

La consideración del dinero como un activo —aunque de características peculiares algo distintas según las diferentes escuelas— y la integración de la teoría monetaria en la teoría del capital, ha sido un esfuerzo común que se ha traducido —por lo que respecta al mecanismo de transmisión— en una misma visión de los efectos iniciales de la variación de la cantidad de dinero.

Debe señalarse también que la importancia otorgada al dinero es, en estos momentos, otro punto común de ambas escuelas mientras que no lo es el papel concedido a la política fiscal. Por este motivo, no se han reseñado las discusiones aparecidas en la revista de Lloyds Bank que tuvieron como eje dos artículos antimonetaristas de Cramp y Kaldor.¹⁰⁸

Otro punto común ha sido señalado a lo largo de este trabajo: es la dificultad de ambas escuelas en manejar el problema de las variaciones de los precios a corto plazo. Al principio, se consideró que este problema existía simplemente cuando la economía se hallaba en situación cercana al pleno empleo. La evolución de la situación económica en los países capitalistas maduros ha ampliado el campo del problema al observarse la persistente coincidencia de inflación y significativos niveles de desempleo.

Ello ha llevado a los economistas poskeynesianos a la constatación de que los niveles de inflación son en cierto modo independientes de la demanda agregada. Y un intento de formular cualquier explicación que no incluya también una visión adecuada de los mecanismos de fijación de salarios y las características institucionales específicas del mercado de trabajo, no puede ser satisfactorio. Por ello puede decirse que el planteamiento simplista de considerar de forma aislada, cuáles son los impactos de variaciones en la cantidad de dinero sobre los precios (y el sector real) ha sido superado por las circunstancias que han impuesto una consideración global y más compleja del problema. De la situación de inflación predominantemente de demanda se ha pasado a otra en la que «la presión social para el alza de salarios ha llegado a ser dominante».¹⁰⁹

Por el lado monetarista no se ha prestado a este cambio la atención que le han otorgado los keynesianos. Friedman, por ejemplo, ha planteado así el problema: «Parece plausible que la división de un cambio en la renta real entre precios y producción depende de dos factores: expectativas de la evolución de los precios —el factor de inercia resaltado por Keynes— y el nivel corriente de producción y empleo comparado con el de pleno empleo (per-

108. Esta discusión se recoge en SCHWARTZ, A. J. (1969), KALDOR, N. (1970), CRAMP, A. B. (1970), FRIEDMAN, M. (1970b) y WALTERS, A. A. (1970b).

109. HICKS, J. (1974), p. 71.

manente) —la respuesta oferta— demanda resaltada por los teóricos cuantitativistas».¹¹⁰

Aparte de que la adscripción de cada uno de estos factores a las escuelas keynesiana o monetarista es discutible, Friedman pone de relieve un elemento sobre el que los monetaristas cifran las posibilidades de solución teórica del problema por su papel en la reformulación neoclásica de la dinámica de los precios, a saber, las expectativas por parte de los agentes económicos sobre la evolución de los precios que, como veremos, han sido utilizadas también como factor de anulación —o reducción— del primer intento keynesiano de solución del problema, la curva de Phillips.

La evolución del pensamiento keynesiano ha mostrado una preocupación más continuada por la integración del mercado de trabajo en las explicaciones de la inflación. El planteamiento del problema en Keynes, sin embargo, no es adecuado para la introducción del tiempo en el mismo puesto que el razonamiento en unidades —salario, que tanto confundió a los economistas de la época, fuerza a considerarlos como constantes. Ello ha permitido afirmar a Hicks que «el punto de vista que emerge de la *Teoría General* es más radical que «pleno empleo sin inflación»; es nada menos que la visión de que la inflación no importa».¹¹¹

Una primera posición keynesiana fue, de acuerdo con lo anterior, considerar la inflación de salarios como un elemento exógeno o político, posición que defienden hoy, paradójicamente, determinados monetaristas.

El intento de integrar la evolución de los precios dentro de un modelo de determinación de la renta —ligada, por tanto, al nivel de salarios, de empleo y a la demanda agregada— ha sido la denominada curva de Phillips. Pero este instrumento analítico, que fue considerado por Johnson como una «contribución destacada y la única significativa surgida de la teoría poskeynesiana»¹¹² ha sufrido desmanteladores ataques por parte de los neoclásicos y de la realidad misma, puesto que fracasó totalmente en las predicciones correspondientes a los dos primeros años de esta década.

La discusión sobre la curva de Phillips no está, sin embargo, cerrada y no es objeto de este trabajo reseñarla.¹¹³ Importa, sin embargo, destacar que el ataque monetarista a su validez está basado en que si los trabajadores incorporan plenamente a sus decisiones sobre empleo y salarios expectativas correctas de inflación, la curva de Phillips se vuelve totalmente inelástica al ritmo de inflación y se sitúa al nivel de paro considerado como natural. Ello implica que la curva de Phillips requiere la existencia de «ilusión monetaria» en los trabajadores.

110. FRIEDMAN, M. (1970a), p. 223.

111. HICKS, J. (1974), pp. 59-61. A este respecto, ver también la posición de HINES, A. G. (1971), pp. 57-61.

112. JOHNSON, H. G. (1970), p. 110.

113. El lector puede consultar, en lengua castellana, las páginas dedicadas al tema por ROJO, L. A. (1974), pp. 370-416 y la introducción y ensayos de otros autores incluidos en SERRA, J. (1974).

Varios trabajos empíricos han demostrado que el coeficiente de inflación esperada es significativamente inferior a la unidad,¹¹⁴ lo cual refuta la hipótesis de inelasticidad de la curva defendida por los partidarios de la «tasa natural». Ello permite sostener nuevas formas, menos simples, de la curva de Phillips, como ha hecho Tobin.¹¹⁵

En este sentido, una contribución de considerable interés de la corriente de origen keynesiano es la demostración de que la «ilusión monetaria» no es necesaria para la consistencia de sus hipótesis, sustituyéndola por una descripción más real del mercado de trabajo. Tobin ha indicado que «si la expansión de la demanda global trae a la vez consigo más inflación y empleo, no existe razón misteriosa alguna por la que los trabajadores sin empleo acepten los nuevos lugares de trabajo, o por la que los trabajadores ya empleados no dejen los suyos. No necesitan ser víctimas de la ignorancia o de la ilusión inflacionaria. Quieren, realmente más trabajo al nivel de salarios reales posibles y quieren, además, mantener la situación relativa que consideran adecuada y justa».¹¹⁶

Hicks ha subrayado con mayor vigor este hecho, independizándolo de la existencia de sindicatos monopolizadores de la oferta de trabajo y buscando las razones de la rigidez salarial en las características del mercado de trabajo donde «los empleadores son reacios a elevar los salarios por el simple hecho de que exista escasez de mano de obra en tanto que ofrecer salarios más altos a particulares sectores de trabajo que se han hecho escasos supondría echar por tierra los niveles diferenciales establecidos. También son reacios a reducirlos cuando hay desempleo puesto que si lo hacen perderían a aquellos a los que quieren continuar empleando. La «pegajosidad» de los salarios no es materia de la «ilusión monetaria»; es un problema de continuidad».¹¹⁷

Frente a esta concepción se sitúa la reformulación neoclásica que postula Brunner cuando acusa a las hipótesis nekeynesianas de abandono de la teoría de los precios. Esta reformulación intenta ampliar el análisis de la conducta racional introduciendo nuevos supuestos que le otorgan un mayor realismo como son la consideración de los costes de información, las velocidades de ajuste, los costes de organización y funcionamiento y, sobre todo, las expectativas de trabajadores y empresarios.¹¹⁸

Como Tobin ha indicado, esta labor está en sus comienzos, por lo que la elección entre la reformulación de la teoría neoclásica, abandonada por Keynes, y las derivaciones de las corrientes originadas en la *Teoría General* viene determinada por los valores que considere decisivos el economista que la

114. Vid. reseñas de los mismos en JOHNSON, H. G. (1970), pp. 110-113 y SMITH, W. L. (1970), pp. 776-778.

115. En su «Presidential Address» a la American Economic Association. Vid. TOBIN, J. (1972b).

116. *Ibid.*, p. 13.

117. HICKS, J. (1974), pp. 66.

118. Vid., a este respecto, PHELPS, E. S. (1972), p. 6.

manente) —la respuesta oferta— demanda resaltada por los teóricos cuantitativistas».¹¹⁰

Aparte de que la adscripción de cada uno de estos factores a las escuelas keynesiana o monetarista es discutible, Friedman pone de relieve un elemento sobre el que los monetaristas cifran las posibilidades de solución teórica del problema por su papel en la reformulación neoclásica de la dinámica de los precios, a saber, las expectativas por parte de los agentes económicos sobre la evolución de los precios que, como veremos, han sido utilizadas también como factor de anulación —o reducción— del primer intento keynesiano de solución del problema, la curva de Phillips.

La evolución del pensamiento keynesiano ha mostrado una preocupación más continuada por la integración del mercado de trabajo en las explicaciones de la inflación. El planteamiento del problema en Keynes, sin embargo, no es adecuado para la introducción del tiempo en el mismo puesto que el razonamiento en unidades —salario, que tanto confundió a los economistas de la época, fuerza a considerarlos como constantes. Ello ha permitido afirmar a Hicks que «el punto de vista que emerge de la *Teoría General* es más radical que «pleno empleo sin inflación»; es nada menos que la visión de que la inflación no importa».¹¹¹

Una primera posición keynesiana fue, de acuerdo con lo anterior, considerar la inflación de salarios como un elemento exógeno o político, posición que defienden hoy, paradójicamente, determinados monetaristas.

El intento de integrar la evolución de los precios dentro de un modelo de determinación de la renta —ligada, por tanto, al nivel de salarios, de empleo y a la demanda agregada— ha sido la denominada curva de Phillips. Pero este instrumento analítico, que fue considerado por Johnson como una «contribución destacada y la única significativa surgida de la teoría poskeynesiana»¹¹² ha sufrido dismanteladores ataques por parte de los neoclásicos y de la realidad misma, puesto que fracasó totalmente en las predicciones correspondientes a los dos primeros años de esta década.

La discusión sobre la curva de Phillips no está, sin embargo, cerrada y no es objeto de este trabajo reseñarla.¹¹³ Importa, sin embargo, destacar que el ataque monetarista a su validez está basado en que si los trabajadores incorporan plenamente a sus decisiones sobre empleo y salarios expectativas correctas de inflación, la curva de Phillips se vuelve totalmente inelástica al ritmo de inflación y se sitúa al nivel de paro considerado como natural. Ello implica que la curva de Phillips requiere la existencia de «ilusión monetaria» en los trabajadores.

110. FRIEDMAN, M. (1970a), p. 223.

111. HICKS, J. (1974), pp. 59-61. A este respecto, ver también la posición de HINES, A. G. (1971), pp. 57-61.

112. JOHNSON, H. G. (1970), p. 110.

113. El lector puede consultar, en lengua castellana, las páginas dedicadas al tema por ROJO, L. A. (1974), pp. 370-416 y la introducción y ensayos de otros autores incluidos en SERRA, J. (1974).

Varios trabajos empíricos han demostrado que el coeficiente de inflación esperada es significativamente inferior a la unidad,¹¹⁴ lo cual refuta la hipótesis de inelasticidad de la curva defendida por los partidarios de la «tasa natural». Ello permite sostener nuevas formas, menos simples, de la curva de Phillips, como ha hecho Tobin.¹¹⁵

En este sentido, una contribución de considerable interés de la corriente de origen keynesiano es la demostración de que la «ilusión monetaria» no es necesaria para la consistencia de sus hipótesis, sustituyéndola por una descripción más real del mercado de trabajo. Tobin ha indicado que «si la expansión de la demanda global trae a la vez consigo más inflación y empleo, no existe razón misteriosa alguna por la que los trabajadores sin empleo acepten los nuevos lugares de trabajo, o por la que los trabajadores ya empleados no dejen los suyos. No necesitan ser víctimas de la ignorancia o de la ilusión inflacionaria. Quieren, realmente más trabajo al nivel de salarios reales posibles y quieren, además, mantener la situación relativa que consideran adecuada y justa».¹¹⁶

Hicks ha subrayado con mayor vigor este hecho, independizándolo de la existencia de sindicatos monopolizadores de la oferta de trabajo y buscando las razones de la rigidez salarial en las características del mercado de trabajo donde «los empleadores son reacios a elevar los salarios por el simple hecho de que exista escasez de mano de obra en tanto que ofrecer salarios más altos a particulares sectores de trabajo que se han hecho escasos supondría echar por tierra los niveles diferenciales establecidos. También son reacios a reducirlos cuando hay desempleo puesto que si lo hacen perderían a aquellos a los que quieren continuar empleando. La «pegajosidad» de los salarios no es materia de la «ilusión monetaria»; es un problema de continuidad».¹¹⁷

Frente a esta concepción se sitúa la reformulación neoclásica que postula Brunner cuando acusa a las hipótesis nekeynesianas de abandono de la teoría de los precios. Esta reformulación intenta ampliar el análisis de la conducta racional introduciendo nuevos supuestos que le otorgan un mayor realismo como son la consideración de los costes de información, las velocidades de ajuste, los costes de organización y funcionamiento y, sobre todo, las expectativas de trabajadores y empresarios.¹¹⁸

Como Tobin ha indicado, esta labor está en sus comienzos, por lo que la elección entre la reformulación de la teoría neoclásica, abandonada por Keynes, y las derivaciones de las corrientes originadas en la *Teoría General* viene determinada por los valores que considere decisivos el economista que la

114. Vid. reseñas de los mismos en JOHNSON, H. G. (1970), pp. 110-113 y SMITH, W. L. (1970), pp. 776-778.

115. En su «Presidential Address» a la American Economic Association. Vid. TOBIN, J. (1972b).

116. *Ibid.*, p. 13.

117. HICKS, J. (1974), pp. 66.

118. Vid., a este respecto, PHELPS, E. S. (1972), p. 6.

efectúe, a falta de una evidencia empírica concluyente a favor de cualquiera de las dos posturas.¹¹⁹

Parece, sin embargo, que el enfoque keynesiano es más prometedor a corto plazo, en la medida en que los monetaristas sólo afirman la validez de sus hipótesis a largo plazo.¹²⁰

Hicks ha dado un nuevo impulso a las hipótesis keynesianas al abandonar los supuestos teóricos aplicados a la curva de Phillips, por considerarlos propios de la teoría de la inflación de demanda, lo cual excluye de la explicación a la inflación de salarios. Según Hicks ello no puede hacerse ni considerándola como algo exógeno porque «creo que tiene, al menos en cierta medida, causas económicas y estas causas son importantes».¹²¹

Hicks no ha elaborado con detalle una estructura teórica alternativa, pero su esfuerzo se ha dedicado a desmitificar el enfoque del mecanismo tradicional de los precios: «deberíamos darnos cuenta de que el mundo en que la eficiencia óptima es alcanzable a través del uso del mecanismo de los precios está muy alejado del que vivimos».¹²² Una estructura teórica válida debe partir del hecho de que grandes sectores de la economía actúan en régimen de precios fijos o administrados y que en estos mercados los precios deben «hacerse», no se fijan, en cada momento por la ley de la oferta y la demanda, sino que, a corto plazo tienden a cubrir los costes normales. Existen sectores que sí pueden calificarse, aproximadamente, como de precios flexibles, entre los que pueden citarse los de materias primas. Hicks ha señalado también la importancia de introducir al sector exterior en la explicación de la evolución de los precios, puesto que una situación confortable de reservas exteriores puede permitir a una economía la realización de las importaciones en los sectores con exceso de demanda con lo que se acentúa la rigidez de los precios en ellos.

De este modo, Hicks se alinea en el campo de los que aún consideran válida la ruptura entre Keynes y los que él denominó clásicos si quieren obtenerse explicaciones válidas de la evolución económica a corto plazo.

Ésta es la diferencia sustancial entre monetaristas y keynesianos, por lo que puede cuestionarse la validez de la enconada disputa entre ellos mantenida la pasada década, sobre todo en los Estados Unidos. Tobin ha confesado con ironía que «ahora que la ola monetarista está declinando, debo concluir que ha hecho poco daño, a menos que se valore altamente el tiempo de los economistas de ambos lados empleado en la discusión».¹²³

Aunque Tobin se refiere a la pervivencia del enfoque keynesiano, su visión parcial de los resultados es bastante aproximada a la realidad. La discu-

119. El mismo TOBIN, J. (1972b), p. 4, se ha encargado de clarificar las posiciones y sus orígenes: «La teoría de la curva de Phillips es, en buena medida, la teoría de la posguerra análoga a la teoría del empleo y salario de Keynes, mientras que la doctrina de la tasa natural es la versión moderna de la teoría clásica a la que se oponía Keynes».

120. SEGURA, J. (1974), pp. 31 ss., explica esta característica de la postura neoclásica.

121. HICKS, J. (1974), p. 63.

122. *Ibid.*, p. 85.

123. TOBIN, J. (1972a), p. 69.

sión sobre el mecanismo de transmisión ha puesto de relieve que, en relación a este tema concreto, los monetaristas no poseían ninguna alternativa válida, por lo que puede decirse que en estos momentos existen cualificaciones y matices diversos sobre una misma estructura de los caminos de influencia del dinero sobre la economía.

La discusión, no obstante, ha puesto de relieve el punto fundamental de discrepancia que se halla fuera del campo en que ésta se inició. Quien con mayor antelación consideró este punto como básico fue, como se ha visto, Karl Brunner. La consideración del impacto de las magnitudes monetarias sobre los precios permite precisar los límites de las discrepancias que ya no residen sustancialmente, como pensara Friedman, en el grado de sustitución entre activos o en el énfasis acordado al sistema crediticio, sino que se encuentran en el obvio punto de ruptura entre Keynes y la tradición neoclásica. Por esta razón puede defenderse el carácter infructuoso de la discusión, tanto que nos ha devuelto al punto de partida. Subsisten, sin embargo, varias consecuencias que deben valorarse positivamente. En primer lugar, la aproximación en la descripción del mecanismo de transmisión, la clarificación notable del tema. En segundo lugar, las exploraciones de los fundamentos microeconómicos de la teoría del empleo y la inflación, que hemos denominado «teoría de las expectativas», por una parte, y las reformulaciones a partir de la curva de Phillips, por la otra. E. S. Phelps es el economista más destacado en la primera dirección y Tobin y Hicks parecen mostrar de forma más penetrante las posibilidades de la segunda.

*Facultad de Ciencias Económicas
Universidad Autónoma de Barcelona*

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ALCHIAN, A. A. (1971): «Information Cost, Pricing, and Resource Unemployment», en PHELPS, E. S. (ed.), *Microeconomic Foundations of Employment and Inflation Theory*, MacMillan, Londres, 1971.
- BOWSER, N. N., y KALISH, L. (1968): «Does Slower Monetary Expansion Discriminate Against Housing?», *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, vol. 50, junio 1968, en GIBSON, W. E., y KAUFMAN, G. G., *Monetary Economics, Readings on Current Issues*, MacGraw-Hill, Nueva York, 1971.
- BRAINARD, W. C. (1964): «Financial Intermediaries and a Theory of Monetary control», *Yale Economic Essays*, vol. 4, núm. 1, otoño de 1964, en HESTER, D. D., y TOBIN, J., *Financial Markets and Economic Activity*, Cowles Foundation monograph 21. John Wiley and Sons, Nueva York, 1967.
- BRUNNER, K. (1970): «The Monetarist Revolution in Monetary Theory», *Weltwirtschaftliches Archiv*, vol. 105, núm. 4 (1970), en ROJO, L. A. (ed.), *El nuevo monetarismo*, Instituto de Estudios Fiscales, Madrid, 1971.
- (1971a): «A Survey of Selected Issues in Monetary Theory», *Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik*, vol. 107, núm. 1, marzo 1971.
- (1971b): «Yale and Money», *J. of F.*, vol. 26, núm. 1, marzo 1971.

- BRUNNER, K., y MELTZER, A. H. (1972a): «Friedman's Monetary Theory», *J. P. E.*, vol. 80, núm. 5, sept.-oct. 1972.
- (1972b): «Money, Debt, and Economic Activity», *J. P. E.*, vol. 80, núm. 5, sept.-oct. 1972.
- (1973): «Mr. Hicks and the Monetarists», *Economica*, vol. 40, núm. 157, feb. 1973.
- CAGAN, P. (1965): «Determinants and Effects of Changes in the Stock of Money 1875-1960», *National Bureau of Economic Research*, Nueva York, 1965.
- CLOWER, R. (1965): «The Keynesian Counter-Revolution: A Theoretical Appraisal», en HAHN, F. H., y BRECHLING, F. P. R. (eds.), *The Theory of Interest Rates*, MacMillan, Londres, 1965. (Existe traducción castellana, Ed. Labor, Barcelona, 1973.)
- CRAMP, A. B. (1970): «Does Money Matter?», *Lloyds Bank Review*, oct. 1970.
- DAVIDSON, P. (1972): «A Keynesian view of Friedman's Theoretical Framework for Monetary Analysis», *J. P. E.*, vol. 80, núm. 5, sept.-oct. 1972.
- FAND, D. (1969): «Keynesian Monetary Theories, Stabilization Policy and the Recent Inflation», *J. M. C. B.*, vol. 1, núm. 3, agosto 1969.
- FISHER, I. (1922): *The Purchasing Power of Money*, 2.^a ed. rev. 1922. Reimpresión de A. M. Kelley, Nueva York, 1963.
- FRIEDMAN, M. (1953): «The Methodology of Positive Economics», en *Essays in Positive Economics*, University of Chicago Press, Chicago, 1953. (Traducción castellana, Ed. Gredos, Madrid, 1967.)
- (1956): «The Quantity theory of Money. A restatement», en *Studies in the Quantity Theory of Money*, The University of Chicago Press, Chicago, 1956. (Traducción castellana en LLUCH, C. (Sel.): *Estudios sobre la Demanda de Dinero*, C.E.C.A., Madrid, 1975.)
- (1959): «The Demand for Money: Some Theoretical and Empirical Results», *J. P. E.*, vol. 67, núm. 4, agosto 1959, en *The Optimum Quantity of Money*, MacMillan, Londres, 1969.
- (1970a): «A Theoretical Framework for Monetary Analysis», *J. P. E.*, vol. 78, núm. 2, marzo-abril 1970. (Existe traducción castellana en ROJO, L. A. (ed.): *El nuevo monetarismo*, Instituto de Estudios Fiscales, Madrid, 1971.)
- (1970b): *The New Monetarism: Comment*, *Lloyds Bank Review*, octubre 1970.
- (1971): «A Monetary Theory of Nominal Income», *J. P. E.*, vol. 79, núm. 2, marzo-abril, 1971.
- (1972): «Comments on the Critics», *J. P. E.*, vol. 80, núm. 5, sep.-oct. 1972.
- FRIEDMAN, M., y SCHWARTZ, A. J. (1963): «Money and Business Cycles», *Review of Economics and Statistics*, vol. 45, núm. 1, part. 2: suplemento (febr. 1963), en *The Optimum Quantity of Money*, Macmillan, 1969.
- GOLDFELD, S. M. (1966): *Commercial Bank Behavior and Economic Activity*, North-Holland, Pub. Co., Amsterdam, 1966.
- GOODHART, C. A. E. (1970): «The Importance of Money», *Bank of England, Quarterly Bulletin*, junio 1970.
- GURLEY, J. G., y SHAW, E. S. (1960): *Money in a Theory of Finance*, Washington, 1960.
- HABERLER, G. (1937): *Prosperity and Depression*, 3.^a ed., Naciones Unidas, Nueva York, 1946. (Traducción castellana, F.C.E. México.)
- HAHN, F. H. (1971): «Professor Friedman's Views on Money», *Economica*, vol. 38, núm. 149, feb. 1971.
- HICKS, J. (1937): «Mr. Keynes and the Classics», *Econometrica*, vol. V, núm. 2, abril 1937, en HICKS, J.: *Critical Essays in Monetary Theory*, Oxford University Press, 1967. (Existe traducción castellana, Ed. Ariel, Barcelona, 1970.)
- (1974): *The Crisis in Keynesian Economics*, Basil Blackwell, Oxford, 1974.
- HINES, A. G. (1971): *On the Reappraisal of Keynesian Economics*, Martin Robertson, Londres, 1971.
- HINES, A. G., y CATEPHORES, G. (1970): «Investment in U.K. Manufacturing Industry,

- 1956-67», en HILTON, K., y HEATHFIELD, D. F. (eds.): *Econometric Study of the United Kingdom*, Macmillan, Londres, 1970.
- JOHNSON, H. G. (1962): «Monetary Theory and Policy», *A.E.R.*, vol. 52, núm. 3, junio 1962, en JOHNSON, H. G.: *Essays in Monetary Economics*, George Allen and Unwin, Londres, 1967. (Traducción castellana en *Panoramas Contemporáneos...*, vol. I, Alianza Ed., Madrid, 1970.)
- (1963): «Recent Developments in Monetary Theory», *Indian Economic Review*, vol. 5, núm. 3, febrero 1963, en JOHNSON, H. G.: *Essays in Monetary Economics*, Allen and Unwin, Londres, 1967. (Traducción castellana, Buenos Aires, Ed. Amorrortu, 1970.)
- (1970): «Recent Developments in Monetary Theory A Commentary», en CROOME, K. R., y JOHNSON, H. G.: *Money in Britain, 1959-1969*, Oxford University Press, Londres, 1970.
- (1971): «The Keynesian Revolutions and the Monetarist Counter-Revolution», *A.E.R.*, vol. 61, núm. 2, mayo 1971.
- (1972): *Inflation and the Monetarist Controversy*, North-Holland, Amsterdam, 1972.
- KALDOR, N. (1970): «The New Monetarism», *Lloyds Bank Review*, julio 1970. (Traducción castellana en ROJO, L. A. (ed.), *op. cit.*, Madrid, 1971.)
- (1972): «The Irrelevance of Equilibrium Economics», *Economic Journal*, vol. 82, núm. 328, dic. 1972.
- KEYNES, J. M. (1930): *A Treatise on Money*, vols. V y VI de *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, MacMillan, Londres, 1971.
- (1936): *The General Theory of Employment, Interest and Money*, vol. VII de *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, MacMillan, Londres, 1973. (Traducción castellana México, F. C. E.)
- KUHN, T. S. (1962): *La estructura de las revoluciones científicas*, F. C. E., México, 1971.
- LAIDLER, D. (1969): *The Demand for Money: Theories and Evidence*, International Textbook Company, Scranton, Pensilvania, 1969. (Traducción castellana, Ed. Bosch, Barcelona, 1972.)
- (1970): «Discussion Paper», en CROOME, D. R., y JOHNSON, H. G.: *Money in Britain 1959-1969*, Oxford University Press, Londres, 1970.
- DE LEEUW, F., y GRAMLICH, E. M. (1969): «The Channels of Monetary Policy», *Federal Reserve Bulletin*, vol. 55, núm. 6, junio 1969, en GIBSON, E. W., y KAUFMAN, G. C.: *Monetary Economics, Readings in Current Issues*, McGraw-Hill, Nueva York, 1971.
- LEIJONHUFVUD, A. (1968): *On Keynesian Economics and the Economics of Keynes*, Oxford University Press, Londres, 1968.
- (1969): *Keynes and the Classics*, Institute of Economic Affairs, Occasional paper 30, Londres, 1969.
- MAISEL, S. J. (1967): «The Effect of Monetary Policy on Expenditures in Specific Sectors of the Economy», American Bankers Association, 1967, en GIBSON, W. E., y KAUFMAN, G. G.: *Monetary Economics Readings on Current Issues*, McGraw-Hill, Nueva York, 1971.
- MEIGS, A. J. (1972): *Money Matters*, Harper and Row, Nueva York, 1972.
- MELITZ, J. (1965): «Friedman and Machlup on the significance of testing economic assumptions», *Journal of Political Economy*, vol. 63, núm. 1, febrero 1965. Traducción castellana en *Revista Española de Economía*, vol. 3, núm. 1, enero-abril 1973.
- MELTZER, A. H. (1969): «The Role of Money in National Economic Policy», en *Controlling Monetary Aggregates*, The Federal Reserve Bank of Boston, 1969.
- METZLER, LL. A. (1951): «Wealth, Saving, and the Rate of Interest», *J.P.E.*, vol. 59, núm. 2, abril 1951, en THORN, R. S. ed.: *Monetary Theory and Policy*, Random House, Nueva York, 1966.
- PATINKIN, D. (1965): *Money, Interest, and Prices*, 2.ª ed., Harper and Row, Nueva York, 1965. (Traducción castellana de la 1.ª ed., Ed. Aguilar, Madrid, 1963.)

- (1968): «Wicksell's Cumulative Process in Theory and practice», *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, núm. 85, junio 1968, en PATINKIN, D.: *Studies in Monetary Economics*, Harper and Row, Nueva York, 1972.
- (1969): «The Chicago Tradition, the Quantity theory and Friedman», *J.M.C.B.*, vol. 1, núm. 1, feb. 1969.
- (1972c): «Friedman on the Quantity Theory and Keynesian Economics», *J.P.E.*, vol. 80, núm. 5, sept.-oct. 1972.
- PESEK, B., y SAVING, T. R. (1967): *Money, Wealth and Economic Theory*, MacMillan, Nueva York, 1967.
- PHELPS, E. S. (1971): «Money Wage Dynamics and Labor Market Equilibrium», en PHELPS, E. S. (ed.): *Microeconomic Foundations of Employment and Inflation Theory*, MacMillan, Londres, 1971.
- (1972): «The Underdevelopment of Economics», *The Economic Journal*, vol. 82, núm. 325, marzo 1972.
- RADCLIFFE (1959): *Committee on the Working of the Monetary System. Report*, Her Majesty's Stationery Office, Londres, 1959.
- ROJO, L. A. (1971): «El nuevo monetarismo», en ROJO, L. A. (ed.): *El nuevo monetarismo*, I.E.F. Ministerio de Hacienda, Madrid, 1971.
- (1974): *Renta, precios y Balanza de Pagos*, Alianza Universidad, Madrid, 1974.
- SAMUELSON, P. A. (1963): «Problems of Methodology: Discussion», *American Economic Review*, vol. 53, núm. 2, mayo 1963. (Traducción castellana en *Revista Española de Economía*, vol. II, núm. 1, 1972.)
- (1967): «Money, Interest Rates, and Economic Activity: their Interrelationship in a Market Economy», *Proceedings of a Symposium on Money, Interest Rates and Economic Activity*. American Bankers Association, Nueva York, 1967, en GIBSON, W. E., y KAUFMAN, G. C.: *Monetary Economics: Readings in Current Issues*, McGraw-Hill, Nueva York, 1971.
- (1969): «The Role of Money in National Economic Policy», en *Controlling Monetary Aggregates*, Federal Reserve Bank of Boston, junio 1969.
- SCHUMPETER, J. A. (1954): *History of Economic Analysis*, George Allen and Unwin, Ltd., Londres, 1963.
- SCHWARTZ, A. J. (1969): «Why Money Matters», *Lloyds Bank Review*, octubre 1969.
- SEGURA, J. (1974): *Inflación, paro y mercado de trabajo*, Ediciones de la Revista del Trabajo, Madrid, 1974.
- SILBER, W. L. (1969): «Monetary Channels and the Relative Importance of Money Supply and Bank Portfolios», *J. of F.*, vol. 24, núm. 1, marzo 1969.
- SMITH, W. L. (1969): «A neo-Keynesian View of Monetary Policy», en *Controlling Monetary Aggregates*, The Federal Reserve Bank of Boston, junio 1969.
- (1970): «On Some Current Issues in Monetary Economics: An Interpretation», *J.E.L.*, vol. 8, núm. 3, sept. 1970.
- TOBIN, J. (1955): «Dynamic Aggregative Model», *J.P.E.*, vol. 63, núm. 2, abril 1955, en TOBIN, J.: *Essays in Economics*, vol. I, North-Holland, Amsterdam, 1971.
- (1961): «Money, Capital, and Other Stores of Value», *A.E.R.*, vol. 51, núm. 2, mayo 1961, en *Essays in Economics*, vol. I, North-Holland, Amsterdam, 1971.
- (1963): «An Essay on the Principles of Debt Management». Fiscal and Debt Management Policies. Commission on Money and Credit. Prentice Hall, Englewood Cliffs, N. J., 1963, en TOBIN, J.: *Essays in Economics*, vol. I, North-Holland, Amsterdam, 1971.
- (1969a): «A general Equilibrium Approach to Monetary Theory», *J.M.C.B.*, vol. I, núm. 1, feb. 1969.
- (1969b): «Monetary Semantics», en BRUNNER, K. (ed.): *Targets and Indicators of Monetary Policy*, Chandler Pub. Co., San Francisco, 1969.
- (1972): «Friedman's Theoretical Framework», *J.P.E.*, vol. 80, núm. 5, sept.-oct. 1972.

- (1972a): *The New Economics One Decade Older*, Princeton University Press, Princeton, 1972.
- (1972b): «Inflation and Unemployment», *American Economic Review*, vol. 62, núm. 1, marzo 1972. Existe traducción castellana en SEGURA, J. (1974).
- TOBIN, J., y BRAINARD, W. C. (1963): «Financial Intermediaries and the Effectiveness of Monetary Control», *A.E.R.*, vol. 53, núm. 2, mayo 1963, en HESTER, D. D., y TOBIN, J.: *Financial Markets and Economic Activity*, Cowles Foundation Monograph 21, John Wiley and Sons, Inc., Nueva York, 1967.
- WALTERS, A. A. (1970a): «The Radcliffe Report - Ten Years After». A survey of Empirical Evidence, en CROOME, D. R., y JOHNSON, H. G.: *Money in Britain, 1959-1969*, Oxford University Press, Londres, 1970.
- (1970b): «Kaldor and the Monetarism». *The Banker*, oct. 1970, en ROJO, L. A.: *El nuevo monetarismo*, I.E.F., Ministerio de Hacienda, Madrid, 1971.
- WEBER, W. E. (1970): «Effect of Interest Rates on Aggregate Consumption», *American Economic Review*, vol. 60, núm. 4, 1970.
- WICKSELL, D. (1935): *Lectures on Political Economy*, vol. II, Routledge and Kegan Paul Ltd., Londres, 1935 (6.ª ed. 1967).
- ZWICK, B. (1971): «The Adjustment of the Economy to Monetary Changes», *J.P.E.*, vol. 79, núm. 1, enero-febrero 1971.