

Inflación y discusiones en teoría monetaria (2)

Cuestiones teóricas

1. *La teoría monetaria de Friedman*

En esta nota procuramos mostrar que los fallos en los pronósticos de la TCD (véase la primera parte) se deben a la imposibilidad de encajar las complejidades de la economía monetaria capitalista en las relaciones linealmente reductivas y simplistas, y de origen puramente especulativo, que establecen los monetaristas. Para ver por qué, pasamos revista a sus principales afirmaciones.

Recordamos que la afirmación clave de Friedman es que el aumento de la oferta monetaria por encima del aumento del producto real es la causa de la inflación en las economías capitalistas. Para ello sostiene que: a) la oferta monetaria es exógena (la maneja el Banco Central); b) el producto real tiende a estar al nivel del empleo “natural”; c) la velocidad del dinero (o su inversa, la demanda de dinero) es estable.

Más específicamente, su ecuación monetaria es $MV = PY_R$, siendo M la masa monetaria; V la velocidad; P el nivel de precios; Y_R es el ingreso real. O también $M = k PY_R$, donde $k = 1/V$. Es una variación con respecto a la ecuación de Fisher, $MV = PT$, donde T son las transacciones. Esta última pone el acento en el dinero como medio de cambio; y la velocidad está determinada esencialmente por las prácticas de pago (por caso, será mayor si los salarios se pagan quincenalmente y no mensualmente). La ecuación de Friedman, en cambio, se inspira en la de Cambridge (pre *Teoría General*). Esta pone el acento en la reserva de valor que el público desea mantener entre el acto de venta y compra. Por eso reemplaza T por Y; y k, la inversa de la velocidad, es igual al ratio entre el stock monetario y el ingreso (o sea, $M/P Y_R$). Friedman dice entonces que esta relación puede leerse como una identidad, o como la cantidad de dinero que el público desea mantener. Pero esta última puede no ser igual al monto que tiene en un momento dado. Por eso, $M = k PY_R$ se interpreta como la cantidad de dinero que los individuos retienen para sus transacciones. Es de notar que la función del dinero de ser reserva de valor deriva, en Friedman, de su rol como medio de cambio. La función del dinero de medio de atesoramiento, que en la teoría de Marx juega un rol clave (por caso, durante las crisis) o incluso en Keynes (preferencia por la liquidez ante incertidumbre) en Friedman no existe.

A partir de lo anterior, *el punto clave del monetarismo moderno es la estabilidad de la cantidad de dinero que los hogares o empresas desean retener para afrontar las secuencias de ventas y compras*. Este es el primer y principal componente de su explicación de la inflación por incremento de la masa monetaria. El segundo es la tasa “natural” de desempleo. Trataremos más adelante este concepto, pero por ahora decimos que: a) echa la culpa del desempleo a los trabajadores que no aceptan trabajar por el salario que se merecen (= a su productividad marginal); b) pone un límite a las posibilidades de aumentar, en el mediano plazo, la producción cuando aumenta la demanda. Y esta es la razón por la cual, superado el corto plazo, todo el incremento de M termina provocando un aumento igual de P.

Para ver cómo opera el mecanismo de transmisión (variación de $M \rightarrow$ variación de PY_R) de Friedman, supongamos una economía operando al nivel de la tasa “natural” de empleo. Cada individuo mantiene en promedio un monto de dinero equivalente a 5,2 semanas de sus ingresos (la demanda de dinero en términos reales). Supongamos ahora que el Banco Central duplica la oferta de dinero. Para esto compra títulos a los bancos y aumenta la base monetaria. Los bancos tienen exceso de liquidez y ofrecen préstamos a sus clientes. Los hogares y empresas los aceptan, y la masa monetaria aumenta según el multiplicador monetario, determinado por la relación encajes/depósitos y billetes en manos del público/depósitos. Cuando se agotaron las reservas excedentes los individuos se encuentran con una tenencia de dinero que equivale a 10,4 semanas de ingresos. Dado que su demanda de encajes es estable, quieren desprenderse de dinero para volver a tener encajes equivalentes a 5,2 semanas de ingresos. Friedman sostiene que la demanda de dinero es una función estable de las tasas de interés, los rendimientos de las acciones, la tasa de inflación (refleja la tasa nominal de rendimiento de los activos físicos), y del ingreso, que opera como una restricción presupuestaria (véase Friedman 1956; también Harris, 1985 para lo que sigue). Por lo tanto, los agentes económicos compran primero bonos, que son los sustitutos más cercanos al dinero. Pero aumenta el precio de los bonos y pasan a otros activos, como acciones y luego bienes y servicios.

En consecuencia, aumentan Y_R , los salarios y el empleo. Pero también los precios, de manera que los salarios reales no aumentan. Al darse cuenta de esta circunstancia, los trabajadores restringen su oferta de empleo y este vuelve a su nivel “natural”. Así, en el largo plazo Y_R vuelve a su punto de partida, lo mismo ocurre con los salarios reales, y solo hubo aumento de precios. La moraleja es que los gobiernos no deben intentar bajar la desocupación con políticas monetarias. Pero tampoco con gasto fiscal. Es que, según Friedman, la tasa de interés no tiene un efecto sistemático sobre la demanda de dinero. Esto significa que la pendiente de la curva LM (oferta = demanda de dinero en el espacio de la tasa de interés y el ingreso) es muy empinada. Esto significa que el aumento del gasto fiscal (desplazamiento de la curva IS) provoca un aumento muy grande de la tasa de interés, que desplaza la inversión. Ergo los gobiernos tampoco deben aumentar el gasto fiscal para bajar el desempleo. Solo medidas “estructurales” (liquidación del salario mínimo y de los seguros de desempleo, debilitamiento de los sindicatos y similares) son las apropiadas para bajar “la tasa natural de desempleo”, según los monetaristas. De lo contrario el aumento del Y_R solo ocurre en el corto plazo. Y de acuerdo a los ortodoxos de las expectativas racionales ni siquiera en el corto plazo aumenta Y_R . Es que cuando los agentes económicos se enteran del aumento de la oferta monetaria sacan las conclusiones pertinentes -utilizan toda la información disponible, procesada por los apropiados modelos de la economía neoclásica- y los precios suben inmediatamente, dejando al producto real en el mismo nivel.

2. Simplificación y linealidad de la función de demanda de dinero

Si bien la demanda de dinero en Friedman depende, en teoría, de varias variables, en la práctica simplifica radicalmente la función al hacerla depender solo de ingreso. Pero no del ingreso corriente, sino del “permanente”, (Y^P), definido como el promedio ponderado de los

ingresos futuros esperados por el individuo. Sería una variable “predeterminada, presumiblemente basada en la experiencia pasada, parcialmente en consideraciones por fuera de nuestro modelo” (p. 38, 1974). En consecuencia la demanda de dinero es solo función del ingreso permanente. O sea, la ecuación pasa a ser $M^D = f(Y^P)$. En base a esta simplificación sostiene que la demanda de dinero es estable. No sería fija, ya que la velocidad del dinero baja a largo plazo y es pro-cíclica en el corto plazo. Sin embargo, es pronosticable, ya que no experimentaría cambios bruscos.

Estamos pues frente a *una concepción mecánicamente determinista, donde las relaciones sociales y las dinámicas históricas de hecho desaparecen*. Y para colmo, con un origen puramente especulativo, con apelación a rasgos psicológicos arbitrariamente establecidos. Es que ¿de dónde se saca, por ejemplo, que los agentes económicos establecen sus encajes deseados en términos “reales” y solo los modifican lentamente en escenarios de crisis o de incertidumbre? ¿Y que la demanda de dinero depende de un “ingreso permanente” calculado desde las habilidades “optimizadoras” de los individuos? Además, ¿qué tiene que ver esa función con la realidad de una sociedad dividida en clases sociales, o con una economía sometida a procesos de rápida acumulación, saturación de los mercados, crisis y depresiones? ¿Por qué debería ser estable la demanda de dinero si los escenarios económicos cambian continuamente y en sentidos muchas veces muy drásticos?

3. Simplificación y linealidad de la función de oferta de dinero

Recordemos la relación entre base y masa monetaria. La base monetaria está compuesta por el efectivo en manos del público y los encajes de los bancos en el banco central. La masa monetaria (definida en sentido general) es la suma del dinero en manos del público y de los depósitos bancarios. La relación entre la base monetaria y la masa monetaria está dada por el multiplicador monetario, que depende de la razón entre encajes y depósitos; y entre dinero en manos del público y depósitos. A mayores encajes o mayor retención de circulante por el público, menor es el multiplicador, y viceversa. En la presentación usual del multiplicador la historia empieza con el banco central comprando títulos a los bancos; vendidos los títulos, los bancos tienen reservas superiores a las necesarias; para desprendérse de ellas otorgan créditos, que aceptan hogares y empresas; de manera que crecen los depósitos, y el circulante en manos del público, hasta que se agotan las reservas excedentes (lo inverso ocurre si en el punto de arranque el Central vende títulos). Por lo tanto, la variación de la masa monetaria es igual a la variación de la base \times el multiplicador. En la medida en que el mecanismo funcione de esta manera se puede decir que el banco central determina la masa monetaria a través de la base monetaria. O sea, la oferta monetaria es completamente exógena. Pero esto significa que es independiente de la demanda de dinero.

Ahora bien, para que el banco central maneje la oferta monetaria, los ratios reservas/depósitos (y en menor medida, los ratios circulante/depósitos) deben permanecer constantes, y en particular, no deben ser alterados por cambios en la demanda de dinero. Sin embargo, si son alterados (por ejemplo, durante una crisis), desaparece la relación estable entre la base y la masa monetaria. Y la relación tranquilamente lineal desaparece. Ocurrió, por ejemplo, durante la crisis de 2008-09, cuando en EEUU la base monetaria creció

fuertemente –inyecciones de dinero de la Reserva Federal- pero la masa monetaria apenas lo hizo. El multiplicador se derrumbó, como señala Cline. Pero este escenario tiende a desaparecer del radar monetarista. Por ejemplo, Cagan (1965) decía que “nueve décimos del crecimiento secular del acervo monetario durante el período 1875-1960 se explican por la expansión del dinero de alta potencia [base monetaria]” (citado por Harris, p. 171). En Friedman el multiplicador también es estable. Es condición para conectar las operaciones de mercado abierto del central (recordar su carácter exógeno) con los cambios en el nivel de precios. Y este desconocimiento de la posibilidad de variación brusca del multiplicador (variación que conecta con cambios en la demanda de dinero, volvemos más abajo sobre esto) contribuyó a que no se cumpliera el pronóstico de tantos monetaristas sobre que las inyecciones de la FED se traducirían, inevitablemente, en aumento de la inflación.

Tenemos entonces simplificaciones por el lado de la función de demanda de dinero y de la oferta. A lo que se agrega una visión walrasiana del largo plazo en la “economía real”. De esta manera se ha construido un modelo abstracto y especulativo, ajeno a las complejidades, saltos y rupturas de la economía capitalista real.

Precios y valor del dinero vaciados de concepto

El determinismo mecanicista y de naturaleza especulativa de la TCD conecta, a su vez, con la explicación de los precios y del valor del dinero por la acción de la oferta y la demanda, sin que en ningún lado se explique “la base sobre la que opera tal relación” (Marx, 1999, p. 230 t. 3, en crítica a la determinación de los precios por la oferta y la demanda). Este enfoque es explícito en Fisher y nunca fue cuestionado ni puesto en duda por los modernos defensores de la TCD. Veamos el asunto con algún detalle.

Como ya hemos señalado, la ecuación de Fisher es $MV = PT$. Con frecuencia los críticos han apuntado a varios de sus supuestos: que la oferta de dinero es exógena; que V es estable; que T está en el nivel del pleno uso de recursos; y que la variación de P esté precedida siempre por la variación de M en el mismo sentido, y del mismo tenor. Estas críticas en buena medida se pueden leer también en Marx. Sin embargo, hay otro aspecto de la crítica de Marx a la TCD que se refiere a la determinación de precios y valores. Es que en la TCD (aunque no de David Ricardo) las mercancías llegan sin precios al mercado, y el dinero llega sin valor, de manera que los precios y el poder de compra del dinero (la recíproca del nivel de precios) se establecen por comparación entre bienes heterogéneos por un lado, dinero del otro.

Montesquieu fue representativo de esta concepción (citado por Marx en el capítulo 3 de *El capital*). Y también Fisher. Así, en *Purchasing Power...* solo cuenta la cantidad de dinero puesto en circulación, *no su valor intrínseco*, o el valor al cual pueda hacer referencia el signo monetario. Por eso la explicación del poder de compra del dinero *se reduce a la comparación de cantidades heterogéneas de mercancías con una masa de dinero que, a su vez, no está bien definida*. La oferta y la demanda pasan por lo tanto a ser las determinantes de los precios y de su sombra, el poder de compra del dinero. Pero si la oferta y la demanda por sí solas no explican nada cuando se trata de los precios relativos (en particular, no explican por qué los precios de mercado oscilan en torno a centros de gravitación), menos todavía pueden explicar

el nivel general de precios por comparación de masas heterogéneas de mercancías, y masa de dinero que, a su vez, tampoco está bien definida.

Sin embargo, y a pesar de su vaciedad, la explicación de Fisher se mantiene, en contenido, hasta nuestros días. Incluso muchos economistas explican al gran público que la inflación se debe a que una masa creciente de dinero se compara con una masa estancada de mercancías, o que crece a menor velocidad. Es también la concepción que anida en Friedman. Es que si bien pone el acento en que el dinero es reserva de valor, este deriva de su rol en la circulación: una vez determinados los encajes monetarios, su poder de compra se establece por la confrontación entre la cantidad que llega al mercado y la masa de mercancías. Por eso sostiene que el nivel de precios o el nivel del ingreso nominal (lo que equivale a decir, el poder de compra del dinero) “es el resultado de las funciones de oferta y demanda” (1974, p. 10).

TCD y Marx, relaciones entre las variables y movimientos complejos

La explicación de precios y valor del dinero por ofertas y demandas de bienes y dinero lleva a establecer las conocidas relaciones de la TCD: con V y T dadas, el nivel de P no está determinado hasta que no se comparan las mercancías con una masa de dinero que llega al mercado sin poder de compra definido. Pero entonces solo queda M como factor exógeno, variable independiente, que determina P. Por lo cual no hay ley económica que gobierne los precios. De ahí la vacuidad de la sentencia “P aumenta porque M aumenta”. Y la fragilidad de los pronósticos –“la prueba de fuego de la teoría”- realizados con estos enfoques.

Veamos en cambio qué ocurre en la teoría de Marx. Partimos de nuevo de la ecuación $MV = PT$. Después de todo, es la ecuación que encontramos (aunque expresada en palabras) en el capítulo 3 de *El capital*. Sin embargo, las relaciones son muy distintas a las establecidas por la TCD. Es que en Marx las mercancías llegan con precios al mercado; el dinero representa valor, independientemente de que circule o no (por eso también es medida de valor, medio de pago y medio de atesoramiento). Y no tiene sentido la pretendida comparación entre masas de mercancías heterogéneas y masa de dinero. Además, V está dada en un momento determinado (pero puede variar bruscamente). En consecuencia, dada la masa de mercancías que se comercializan, *solo circula la masa de dinero necesaria, y el resto no circula*.

Este abordaje, además de quitar el fundamento último de la TCD, permite registrar movimientos complejos, que deben ser analizados en los casos concretos. Por ejemplo, el nivel de P puede variar tanto porque se modifique el valor del dinero como porque cambia el valor de las mercancías (o de una parte importante de ellas); o porque se modifica el valor de ambos, pero a distintas escalas. De la misma manera, variaciones en el número de transacciones pueden dar lugar a variaciones de M, como a variaciones de V, en tanto se mantienen constantes los precios y el valor del dinero, etcétera. Por otra parte, la relación entre el dinero que se usa con vistas a las transacciones, y el que se mantiene como reserva, o en activos financieros de alta liquidez, puede variar en sentidos imposibles de prever. A su vez, si el dinero nacional en circulación se referencia a un respaldo de valor (oro, divisas fuertes) podrán existir variaciones de P, pero no porque se comparan masas de dinero con las

masas de mercancías, sino porque los signos valor se comparan con el respaldo (ampliamos más abajo cuando discutimos la monetización de déficits fiscales).

A lo que se agrega otra cuestión: en Marx el centro motor de la circulación del dinero es el capital, no los hogares. Es el capital el que adelanta, o no, el dinero que inicia el ciclo de reproducción. Por eso el gasto de los hogares –de los asalariados en primer lugar- está subordinado al movimiento del capital. Pero nada de esto puede captar el esquematismo simplista de los enfoques monetaristas.

Textos citados:

Friedman, M. (1956): “The Quantity Theory of Money: A Restatement”, Friedman (comp.) *Studies in the Quantity Theory of Money*, University Press Chicago, pp. 3-21.

Friedman, M. (1974): “A Theoretical Framework for Monetary Analysis”, *A Debate with his Critics*, University Press of Chicago, pp. 1-62.

Fisher, I. (1911): *The Purchasing Power of Money, its Determination and Relation to Credit, Interest and Crisis*, Online Library of Liberty.

Harris, L. (1985): *Teoría monetaria*, México, FCE.

Marx, K. (1999): *El Capital*, México, Siglo XXI.