

FACTORES MONETARIOS Y ESTABILIDAD ECONOMICA (*)

I. *Introducción*

Cuando supe cómo el mundo había sido dividido entre Robertson y Viner y cómo una parte del mismo había sido subdividida entre Perroux, Lundberg y yo, me consideré afortunado, puesto que, a diferencia de Robertson y Viner, podía olvidar el progreso y concentrarme en la estabilidad. Además, los factores “reales” estaban a cargo de Perroux y los aspectos internacionales al de Lundberg.

Pero descubrí en seguida que me estaba haciendo ilusiones. Para desarrollar lo que tengo que decir sobre el alcance e importancia de los factores “monetarios” no puedo evitar referirme a los factores “reales” y eso por la doble razón de que los campos de acción de los factores “reales” y “monetarios” se entremezclan e interrelacionan de una forma muy compleja. De otra parte, es difícil ignorar las llamadas del progreso y de la expansión, estando estos dos factores en relación y algunas veces incluso en conflicto con el objetivo de nuestro estudio, a saber: el problema de la estabilidad.

La razón es, una vez más, que estabilidad y expansión—y los factores que afectan a una y otra—se entremezclan e interrelacionan en una forma complicada.

Encontraremos, pues, ciertas repeticiones y ciertas incursiones en otros territorios. Sin embargo, dada la complejidad de los diferentes temas de estas reuniones y su carácter multilateral y complicado, eso es tan inevitable como, quizá, deseable.

(*) Traducción realizada por JAVIER IRASTORZA REVUELTA.

II. *Los criterios del crecimiento*

Se ha adoptado la costumbre de definir el crecimiento o el progreso económico como el aumento permanente del producto o de la renta nacional real *per capita*. Si bien suscribimos esta breve fórmula, querríamos recordar que el progreso máximo así definido no puede ser considerado como un objetivo absoluto y exclusivo. Primeramente, la renta real *per capita* debe entenderse en sentido amplio; tiene en cuenta el ocio, la regularidad del empleo, la utilidad y desutilidad del trabajo y otros imponderables. Considerando lo anterior y haciendo abstracción de eventuales sistemas de valor puritanos o ascéticos, la estructura del producto total y las modificaciones de esta estructura deben figurar en el primer plano de los objetivos políticos, del mismo modo que el volumen global y el ritmo de crecimiento anual del producto *per capita*. Por estructura, es preciso entender la composición por productos, particularmente la composición en bienes de consumo y bienes de inversión, así como la distribución de la renta entre clases sociales e individuos.

El tipo de crecimiento de la renta global *per capita* es evidentemente función de la estructura del producto y, quizá también, de las variaciones de esta estructura y de la distribución de las rentas. Cuanto más fuerte es, por ejemplo, la parte del producto invertida más elevado es el tipo permanente de crecimiento. De forma análoga, existe ciertamente una relación entre el tipo de crecimiento de la renta y su forma de distribución por clases sociales; esta relación es, sin embargo, menos clara, puede variar según las condiciones sociales y puede, en cierta medida, ser modificada por la intervención pública.

No insistimos. Precisemos, simplemente, que aceptamos el crecimiento del producto *per capita* (definido en sentido amplio) como criterio de crecimiento económico y la maximización de este crecimiento como un objetivo, bajo reserva de que la estructura del producto y la distribución de la renta no se modifiquen en un sentido considerado como indeseable. El cumplimiento de esta condición se admite con frecuencia de una forma tácita—lo cual no es quizá totalmente ilógico, dado que históricamente la estructura

y la distribución del producto y de la renta nacional permanecen con frecuencia notablemente estables durante largos períodos.

III. *La significación de la inestabilidad.*

Consideremos ahora el problema de la estabilidad de una forma singular, o sea, distinguiéndole del problema del crecimiento y el progreso. Entendemos, sobre todo, por inestabilidad económica, las fluctuaciones del producto y del empleo global. Aquí, de nuevo, como en el caso del crecimiento y del progreso, es preciso matizar el criterio globalista. Sin embargo, el hecho de considerar también el nivel de empleo introduce implícitamente un elemento de distribución de la renta entre parados y no parados. No obstante, incluso aunque el producto y el empleo global fueran estables, es posible la inestabilidad de los precios; lo cual podría ser causa de inestabilidad en la distribución de las rentas, y provocaría graves problemas sociales y económicos. Al nivel internacional proporcionan un ejemplo las bruscas variaciones de las relaciones reales de intercambio, que son extremadamente graves para los países muy especializados en productos primarios. Pero no hay duda de que las variaciones violentas de las relaciones reales de intercambio entre grandes sectores económicos, al nivel nacional o internacional, dan lugar o acompañan, en la mayor parte de los casos, a fluctuaciones del producto y del empleo globales en los países industriales.

Por esta razón, en esta exposición, trataremos casi únicamente fenómenos localizados en las regiones altamente desarrolladas de la parte del mundo correspondiente al profesor Robertson. Estamos totalmente de acuerdo con lo dicho por el profesor Viner sobre la inestabilidad en los países subdesarrollados. La inestabilidad es allí en una gran parte —pero no totalmente— bien reflejo del ciclo económico de los países industriales, bien consecuencia de una política de inflación autónoma. Se ha hablado mucho de cambios de la demanda, de la tecnología y de las políticas de importación que pueden desequilibrar la balanza exterior de países fuertemente especializados en producción primaria.

Sin querer negar enteramente su importancia, me atrevo a decir que, desde un punto de vista global, estas fuentes de inestabilidad

son de una importancia secundaria con relación a los ciclos económicos y a la inflación autónoma.

La inflación, de la cual hablaremos una vez más, se encuentra lejos de ser una cuestión sin importancia. Al contrario, estoy convencido de que, a la larga, la inflación continua o periódica no implica solamente la inestabilidad de los precios, sino que frena de una forma muy importante la expansión económica (aunque sea fácil, invocando la teoría moderna del "second best", encontrar condiciones que hagan aparecer la inflación como un mal menor). Intellectualmente, sin embargo, el problema de la inflación secular rápida (continua o intermitente) es mucho menos discutible que el del ciclo económico que nosotros vamos a tratar ahora. Sobre la cuestión de la inestabilidad a largo plazo, las llamadas "ondas largas", "tendencias cíclicas", "ciclos de Kondratief", diré después algunas palabras.

El ciclo se entiende aquí en el sentido en que esta expresión se utiliza por el *National Bureau of Economic Research*: se trata de alzas y bajas de la actividad global, más exactamente del producto y del empleo globales, siendo las variaciones del producto debidas a variaciones del empleo (1). El producto puede variar, por supuesto, independientemente del empleo—las variaciones de las cosechas constituyen el ejemplo más significativo—. Pero las variaciones del producto global a corto plazo que constituyen el ciclo no son claramente del mismo tipo; esto, sin embargo, no excluye la influencia que las variaciones de las cosechas u otras perturbaciones exógenas puedan tener en la determinación del ciclo.

Seguiremos al *National Bureau* y definiremos el ciclo como la más corta fluctuación observada de la actividad. Según el *National Bureau*, "los ciclos tienen una duración que varía entre un poco más de un año y diez a doce años, y no se subdividen en ciclos más cortos de la misma naturaleza y amplitud" (2). Además, tra-

(1) Al asimilar las variaciones de la actividad a las del producto y del empleo globales, nos desviamos ligeramente de los estudios del *National Bureau*. Sin embargo, la desviación es débil porque su cronología de actividad cíclica corresponde exactamente a las cronologías cíclicas del empleo y del producto.

(2) Cfs. BURNS y MITCHELL, *Measuring Business Cycles*. Las variaciones estacionales no son "de la misma naturaleza".

taremos de determinar una secuencia o un esquema regular de ciclos "secundarios" y "principales" (como cree encontrar Hansen). Los ciclos difieren mucho, realmente, en cuanto a su duración y enormemente en cuanto a la amplitud de sus oscilaciones; algunas depresiones son suaves, otras, fuertes; algunos impulsos, vigorosos, otros, débiles o abortivos (3). Pero las concienzudas investigaciones de *Measuring Business Cycles* nos han convencido de que no existe o no ha sido aún descubierto ningún esquema regular y permanente, que es imposible interpretar una serie de ciclos de longitud y amplitud diferentes como resultado de la superposición de ciclos independientes o interdependientes (cf. el esquema de tres ciclos de Schumpeter); en fin, que es todavía menos defendible atribuir a los ciclos, así superpuestos, mecanismos cíclicos prácticamente independientes. Cada ciclo, cada depresión es, desde un cierto punto de vista, único en la historia; es decir, que resulta de un conjunto de fuerzas endógenas y exógenas. El efecto de la reacción recíproca del mecanismo cíclico, de la circunstancia histórica y de los choques externos es un compuesto químico complicado y no una estructura mecánica de la que pueden ser disociados los elementos por medio de procedimientos estadísticos más o menos automáticos. La descomposición estadística de series temporales en ciclos y *tendencias* es un problema insoluble (4). Pero esto

(3) Esto hace dudar de la utilidad de las medidas calculadas por el N. B. E. R. incluso aunque se rodeen de todas las precauciones y reservas expresadas por los ilustres autores de *Measuring Business Cycles*.

(4) Quizá es más exacto decir que el problema no tiene significación, al menos en el sentido en que habitualmente se plantea, o mejor se planteaba, porque ya no es actual. El problema se formula generalmente en términos de causalidad: ¿cómo separar los efectos resultantes de las causas del ciclo, de los que pueden atribuirse a las causas de la tendencia? Una hipótesis suplementaria considera que las dos series de efectos son aditivas, lo cual es insostenible. Las causas de las variaciones cíclicas producen efectos muy diferentes según que actúen en una economía en crecimiento o en una estacionaria. Análogamente, los factores de expansión producen efectos diferentes en un sistema económico que, contrario a aquel en el que vivimos, no está sometido a fluctuaciones cíclicas. Así, si se pudiera someter el sistema, en el que juegan las dos series de causas, a una doble experiencia que consistiría primeramente en desestimar los factores cíclicos, y después los factores de tendencia, resultaría que la suma de los dos efectos sería no igual, sino muy superior a la variación global observada.

no excluye de ningún modo la posibilidad de explicar ciertos ciclos o fases cíclicas (la depresión o la expansión) en términos de fuerzas exógenas o de procesos endógenos, ni la de indicar las circunstancias atenuantes o agravantes que expliquen el carácter suave o severo de una depresión o la debilidad o fuerza de una expansión. Mencionemos solamente dos ejemplos —otros se señalarán después—. La intensificación del esfuerzo que siguió al principio de la guerra de Corea no se explica más que por la ola de gastos públicos y privados ocasionados por la guerra (5). La gran depresión de los 30 en los Estados Unidos, cualesquiera que hayan sido sus causas profundas, se agravó considerablemente debido al colapso del sistema bancario.

Es lamentable que los economistas no estén de acuerdo sobre estas cuestiones, pero es alentador constatar que, a pesar de diferencias considerables de interpretación y explicación, los autores se encuentran de acuerdo en las fechas de los puntos críticos cíclicos y en ciertas características fundamentales del ciclo corto. Así, las cronologías cíclicas, establecidas independientemente gracias a las concienzudas investigaciones del N. B. E. R., a los detallados análisis de Edwin Frickey (6) y a los métodos más impresionistas de Schumpeter, concuerdan casi perfectamente. (Desviaciones de algunos meses relativos a la fecha de los puntos críticos no son apenas sorprendentes ni graves, dada la complejidad de los datos básicos.)

Mientras que los contornos de los ciclos cortos son bastante precisos y generalmente reconocidos—se discutirán otras características que aclaran el papel del dinero como factor cíclico—, las “ondas largas”, conocidas bajo el nombre de ciclos de Kondratief, ciclos secundarios o de tendencia, son mucho más imprecisas. Se manifiestan sobre todo a través de los precios al por mayor y de los tipos de interés. Pero su cronología difiere según los autores y los países;

(5) Conviene señalar, sin embargo, que la recuperación que siguió a la ligera depresión de 1948-49 en los Estados Unidos había tenido lugar ya a mediados de 1949. La guerra de Corea no era, pues, necesaria para sacar a la economía americana de la depresión; se superponía a una fase de expansión autónoma.

(6) EDWIN FRICKEY. *Economic Fluctuations in the United States*, Cambridge, March 1942.

y no es evidente que las alzas y bajas del nivel de precios correspondan siempre —como lo hacen invariablemente en los ciclos cortos— a *fluctuaciones del producto y del empleo*.

Es mejor no identificar el problema de la estabilidad a largo plazo con un hipotético ciclo largo —expresión que sugiere la existencia de un mecanismo endógeno y de una regularidad que no existen. Es necesario, más bien, razonar en términos de tendencias intermitentes de alzas o de bajas de los precios que se extienden sobre varios ciclos cortos, sin corresponder siempre a tendencias análogas del producto real.

IV. *Las relaciones entre la estabilidad y el crecimiento.*

Existen varias relaciones posibles entre la estabilidad y el crecimiento. Se plantean algunas cuestiones sobre el nivel normativo, el nivel de lo que es deseable, y los objetivos políticos. Supongamos que exista una elección entre: a), un tipo de crecimiento elevado acompañado de una gran inestabilidad a corto plazo, y b), un tipo de crecimiento menor, pero más regular. Algunos quizá prefieran lo segundo a lo primero, si bien la preferencia dependerá evidentemente del grado de inestabilidad y de los tipos de crecimiento en cuestión. Esto no significa que los individuos tengan convicciones firmes y los Gobiernos objetivos políticos coherentes con respecto a esta materia, si bien importa conocer el problema.

Sin embargo, ¿existe realmente esta elección? ¿No es posible combinar un tipo de crecimiento máximo y un alto grado de estabilidad? Más concretamente, ¿es necesario que la inestabilidad cíclica sea el precio de un crecimiento rápido?

Se trata de una cuestión que ha suscitado y suscitará siempre el desacuerdo entre los economistas. Para los apóstoles actuales de una política de pleno empleo, toda reducción de éste, por pequeña que sea, es un mal inútil y absoluto. Según su tesis, la inestabilidad puede ser eliminada rellenando todas las depresiones, incluso las más pequeñas, lo cual, lejos de comprometer el crecimiento, tendría por efecto maximizar casi por definición el progreso económico a largo plazo.

Para otros —no mencionamos más que a Schumpeter, Spiethoff, Perroux y Robertson— el problema es más complicado. Consideran

el ciclo (7) como el acompañamiento inevitable del crecimiento. En régimen capitalista, al menos, la economía progresa en ciclos. Las depresiones cíclicas no pueden ser enteramente evitadas sin comprometer seriamente el tipo de progreso a largo plazo.

Estas dos posiciones extremas son, sin embargo, un poco exageradas. Debe existir una posición intermedia en la cual se encuentren de acuerdo un gran número de economistas.

La mayor parte de los economistas admiten, sin duda, que crisis excepcionales como las grandes depresiones de los años 1930 y 1870 no son propicias al crecimiento económico a largo plazo, que es posible atenuarlas —cuanto más severas sean más fácil es combatirlas— y que, en fin, en el caso de depresiones profundas, una política anticíclica tiene por efecto aumentar el tipo de crecimiento a largo plazo. Las fluctuaciones menos violentas es probable, en cambio, susciten desacuerdo en lo que se refiere a su papel y a su relación con el crecimiento a largo plazo.

Una controversia análoga se relaciona con los tipos de medidas empleadas contra la depresión y la fuerza que conviene dar a una política anticíclica. La mayor parte de los especialistas admiten, por ejemplo, que métodos suaves aplicados moderadamente —como la política monetaria y los reguladores integrados en una política fiscal— contribuyen al crecimiento a largo plazo, pero no bastan probablemente para eliminar completamente el ciclo. El desacuerdo es profundo en lo que se refiere a la oportunidad de medidas más fuertes de estabilización que serían necesarias para el mantenimiento casi absoluto del pleno empleo. Son numerosos los que afirman que una tal política reduciría los incentivos a trabajar, a ahorrar y a asumir riesgos, conduciría a la inflación progresiva, disminuiría la flexibilidad de la economía y, por consiguiente, el ritmo de crecimiento a largo plazo.

No examinaremos aquí estos difíciles problemas; estudiaremos los factores monetarios que actúan sobre la estabilidad.

(7) Fluctuaciones cíclicas que no se confunden necesariamente con el ciclo histórico real.

V. Una característica evidente del ciclo corto.

Una de las características más evidentes y significativas del ciclo corto es la estrecha correlación entre las alzas y las bajas del producto y del empleo y las del nivel de precios. Las variaciones de magnitudes *reales* (producto, empleo, renta real) son, *a fortiori*, acompañadas de variaciones de flujos *monetarios* (renta monetaria, valor nominal del producto). Es preciso señalar que esto no resulta de nuestra definición del ciclo, que se formula en términos *reales*. Podría existir una correlación nula o negativa entre los precios y los valores nominales, de una parte, y las variaciones del producto real, de otra.

Parece evidente que este paralelismo casi (8) perfecto no puede ser una casualidad. En efecto, un número creciente de especialistas del ciclo reconocen explícita o implícitamente que la causa *inmediata* de las variaciones del producto y del empleo es la variación del gasto global o de la demanda efectiva. Existe seguramente un desacuerdo sensible en lo que se refiere a las fuerzas y procesos fundamentales que determinan el gasto global. Es, no obstante, muy significativo que teorías diversas se encuentren de acuerdo en el papel de las fluctuaciones del gasto. Estas teorías comprenden no sólo las diferentes explicaciones del ciclo en términos monetarios, sino también todas las teorías modernas sobre "la adaptación del stock de capital", que se basan en una acción recíproca del multiplicador y del acelerador para construir un mecanismo de oscilaciones endógenas; comprenden incluso la teoría de Schumpeter, cuya estructura lógica es totalmente diferente. Todas estas

(8) Decimos "casi perfecto" porque puede haber desviaciones momentáneas entre la variación de los precios y la de la actividad real en los puntos críticos. Pero incluso aunque la marcha temporal de los precios y de las magnitudes reales no sea perfecta, es posible (y probable) que exista una correlación perfecta entre los flujos monetarios (precios multiplicados por cantidades) y los volúmenes.

En el caso del ciclo largo hipotético, este paralelismo es ciertamente mucho menos perfecto, lo cual traduce claramente el hecho de que, a largo plazo, la flexibilidad de los precios y de los salarios es mucho más grande que a corto plazo.

teorías explican de diversas formas las razones por las que el gasto varía de una forma cíclica; por tanto, es fácil mostrar cómo resultan de ello ciclos del producto y del empleo —es incluso tan fácil que la hipótesis necesaria de una cierta rigidez de los precios y de los salarios es muy pocas veces puesta en forma explícita—. Añadamos que un gran número de métodos actualmente empleados para prever el movimiento de la actividad económica consisten en hipótesis fundadas en la evolución probable de los componentes del flujo de los gastos —gastos de inversión de las empresas (edificios, material, stock), gastos de consumo, gastos públicos, demanda exterior.

La hipótesis según la cual las variaciones de la demanda global efectiva, o sea el gasto, son la causa inmediata del ciclo no implica de ningún modo que los factores monetarios —es decir, una política monetaria activa por parte de las autoridades monetarias o de los Bancos— sean siempre la causa de las variaciones de los gastos. La relación causal no procede siempre de los factores monetarios a los factores reales, aunque sea poco dudoso, a mi juicio, que los factores monetarios contribuyen con frecuencia en gran medida a la inestabilidad cíclica y que, inversamente, una política monetaria adecuada puede ayudar a corregir la inestabilidad debida a los factores “reales” (9). Imaginemos una economía no sujeta a las fluctuaciones cíclicas; sería entonces fácil, por medios monetarios, producir un ciclo que presentara las fases alternativas características de expansión y contracción del producto y del empleo ligadas a las alzas y bajas de los precios y de la demanda global. Este

(9) Nadie apenas duda aún de que las políticas monetarias y fiscales anticíclicas pueden regularizar las fluctuaciones del ciclo. En este campo, la situación es muy diferente de la registrada en el momento en que explotó la Gran Depresión. Querría señalar, sin embargo, que esta afirmación no implica la adhesión a una teoría ingenua de “finanza funcional”. Pero las objeciones se refieren a las dificultades formidables que supone la elección del momento propicio y de las dosis adecuadas de medidas anticíclicas debido a los retardos inevitables y a las incertidumbres en cuanto al diagnóstico de la situación general y a la ejecución de las políticas; las objeciones modernas (ver, por ejemplo, las estructuras de FRIEDMAN en sus *Essays in Positive Economics*) no ponen en duda la proposición según la cual el mantenimiento de un flujo continuo de gastos globales tendrá una gran importancia para estabilizar la actividad real.

resultado se obtendría simplemente ampliando y reduciendo el crédito, o produciendo superávit y déficit suficiente en el presupuesto del Estado.

VI. *Los factores reales y monetarios y las variaciones del gasto global.*

Con el fin de ganar perspectiva y aclarar el problema de la distinción entre los factores "reales" y "monetarios", consideremos brevemente diversas causas posibles de variaciones cíclicas del gasto global de orden "real" y "monetario" así como su acción recíproca, partiendo de las causas "puramente monetarias" y pasando después a los casos en que los factores "reales" devienen preponderantes.

De un lado, tenemos las explicaciones puramente monetarias del ciclo, que suponen que el sistema económico real es intrínsecamente estable y que la inestabilidad se debe al mal funcionamiento o a la mala gestión del dinero. (Recordemos que el mecanismo causal puede ser puramente monetario, siendo definido en términos reales el objeto a explicar, es decir, el ciclo.)

Las explicaciones monetarias han tenido siempre éxito, sobre todo en las primeras épocas. No es sorprendente porque los síntomas monetarios y los concomitantes del ciclo eran particularmente evidentes en el siglo XIX antes de la elaboración, en los países adelantados, de las reglas e instituciones que aseguran una gestión más eficaz del dinero (10). Entre los autores modernos que han propuesto una explicación puramente monetaria, los nombres de Irving Fisher y de R. G. Hawtrey vienen en seguida a nosotros. Fisher negaba categóricamente la existencia del ciclo, salvo en la medida en que una inestabilidad casi cíclica resultara de una inestabilidad monetaria, que concebía como una variación del poder

(10) Es cierto que la estabilidad monetaria no es la característica de nuestro tiempo. Pero las alzas y bajas considerables en los niveles de precios desde 1914, así como las crisis financieras, han sido causadas por las guerras y sus consecuencias y no son concomitantes de un ciclo económico del tiempo de paz como lo fueron tan frecuentemente en el curso del siglo XIX. Una inestabilidad monetaria extrema en tiempo de paz es una calamidad que aflige a las naciones del mundo del profesor Viner.

de compra del dinero. La teoría endógena del profesor Hawtrey es bien conocida: consiste en un mecanismo dinámico de reacciones retardadas entre la circulación monetaria, la disminución de caja y la política del crédito bancario y en modificaciones del tipo de interés a corto plazo que implican cambios de las inversiones en las existencias (11).

Otra escuela, que explica el ciclo por el juego de los factores monetarios, parte de la distinción hecha por Wicksell entre el tipo de interés del mercado, o tipo monetario, y el tipo de equilibrio, o tipo natural. Wicksell mismo no mantuvo una teoría puramente monetaria del ciclo, como lo hicieron Mises y Hayek, para nombrar sólo dos autores. Estos creían que la causa primera del ciclo puede encontrarse siempre del lado monetario, del lado de la oferta monetaria. Una oferta excesiva de crédito (es decir, una creación de crédito superior al "ahorro voluntario"; no siendo siempre el mismo el criterio preciso de exceso) reduce el tipo de interés monetario por debajo de su nivel de equilibrio, lo cual desencadena un proceso acumulativo wickseliano que acaba necesariamente en una crisis y una depresión.

Contrariamente a la de Hawtrey, estas teorías no son totalmente endógenas. Cada ciclo comienza a partir de un nuevo impulso inflacionista, es decir, de una nueva tentativa para reducir el tipo monetario por debajo del nivel de equilibrio.

En estas teorías monetarias que insisten en las variaciones de la oferta de dinero y de crédito se admite, explícita o tácitamente, que la demanda de dinero y de crédito o, en otros términos, el tipo de interés natural o de equilibrio, está determinada por la productividad marginal (física) del capital que permanece bastante estable, aunque quizá sea probablemente decreciente a medida que aumenta el capital existente.

Los factores no monetarios aparecen tan pronto como se comprende que la demanda de dinero y de crédito (y el tipo de equilibrio) no es ni estable ni se encuentra únicamente determinada por la productividad física del capital.

Los principales factores de la inestabilidad de la demanda de

(11) Puede decirse que su teoría llegaría a ser más popular si se hubiera presentado en forma matemática.

inversión o, para emplear la terminología de Wicksell, de las variaciones del tipo de interés de equilibrio (en la medida en que es aún legítimo concebir un tipo de equilibrio) pueden ser clasificados de la forma siguiente, por orden de grado físico creciente: la "psicología", es decir, los movimientos de optimismo y de pesimismo; las fluctuaciones de la inversión inducidas por variaciones de la renta o del consumo, como en las diferentes variantes del principio de aceleración (comprendida la variante de Kaldor); las invenciones y las innovaciones y las fuerzas que dan lugar a los "racimos" de inversión innovadora descritos por Schumpeter; el carácter discontinuo de la inversión debido a la indivisibilidad y a la duración de los bienes capital, al funcionamiento asimétrico del acelerador, así como a las ondas de reposición y al efecto de "repercusión" que resultan del hecho de que los bienes de inversión son durables. En lo que se refiere al agrupamiento y la discontinuidad de la inversión no es necesario desestimar el más poderoso factor externo de la concentración (y, de aquí, de la inestabilidad) de la inversión, a saber: las guerras y su preparación.

Todos estos factores han servido, solos o combinados, para explicar el ciclo. Pero en todas estas teorías —aunque ellas no sean ya puramente monetarias— los factores monetarios intervienen en una medida más o menos importante y no solamente en el sentido trivial de un velo monetario que cubre toda actuación en una economía monetaria (por oposición a una economía de trueque).

Las teorías que utilizan los elementos indicados varían enormemente, no sólo por su contenido (la importancia dada, por ejemplo, al factor monetario) sino también por el grado de refinamiento formal.

Permítasenos referirnos en primer lugar al segundo aspecto. Las primeras teorías se basaban en un análisis literal y una valoración grosera de las magnitudes consideradas. Desde el artículo pionero de Frisch, *Propagation problems and impulse problems in dynamic economics* (12), desde los célebres *Studies in the Theory of Economic Expansion*, de Lundberg, y, sobre todo, desde el matrimonio formal del multiplicador y del acelerador (que, bajo nombres diferentes, cohabitaban antes en una unión equívoca) las teorías del

(12) *Economic Essays in honour of Gustav Cassel*. London, 1933.

ciclo han experimentado una profunda transformación. La teoría se ha expresado por modelos endógenos completos de secuencia empleando ecuaciones diferenciales. Los primeros modelos eran lineales, pero pronto hubo modelos no lineales, con "suelos", "techos", "asimetrías", "variables estocásticas" y "choques exógenos".

Como si fuera una cadena de montaje de automóviles, las oficinas de economistas aislados y los laboratorios colectivos "producen" modelos que van desde el simple esquema matemático hasta la máquina econométrica completa cuyas constantes y parámetros, estadísticamente determinados, se refieren a países dados o al mundo entero.

Este desarrollo es ciertamente interesante y el tipo de análisis merece ser probado y perfeccionado. Pero no cabe duda que los resultados han sido de lo más decepcionante. La multiplicación de modelos más o menos incompatibles entre sí, muchos de ellos fundados en hipótesis, generalmente plausibles, y, si se trata de modelos econométricos, adaptándose bastante bien a los datos de los que se derivan —pero de los cuales ninguno resiste la prueba de la extrapolación más allá del período al cual se refieren los datos utilizados— constituye un espectáculo poco digno de inspirar confianza.

Pero volvamos a la cuestión fundamental del papel de las fuerzas monetarias en el ciclo. No parece erróneo afirmar que las explicaciones puramente monetarias son cada vez menos aceptadas y aunque la mayor parte de las teorías actuales sean teorías mixtas, en el sentido de que los factores monetarios y reales se influyen mutuamente, el factor monetario ha sido cada vez más minimizado y reducido a un papel pasivo o facultativo.

Se había tratado con frecuencia, durante los años 1920-30 de defender la preponderancia del factor monetario frente a la inestabilidad causada por los factores reales, afirmando que las dificultades provenían no del lado "real", sino de la incapacidad del tipo de interés monetario para adaptarse rápidamente a las variaciones del tipo de equilibrio. Esta incapacidad se atribuía a sistemas monetarios defectuosos (dispersión de las reservas bancarias, políticas inflacionistas, etc.). Los partidarios de una "moneda neutra" (sobre todo los escritos del profesor Hayek) trataron de formular reglas

que garantizaran un comportamiento neutro del dinero. Desgraciadamente, estas reglas son tan complicadas que es prácticamente imposible concebir una organización administrativa cualquiera susceptible de asegurar su observancia automática o unos administradores suficientemente informados y hábiles para aplicarlas incluso aunque —y ésta es una gran reserva— el problema teórico de su formulación fuera siempre soluble.

No es sorprendente que la noción de una “moneda neutra” haya sido abandonada y que el problema no sea ya abordado en términos de una desviación entre el tipo del mercado y un tipo de equilibrio hipotético o un complejo de tales tipos.

La solución moderna es mucho más directa y práctica. Existe una teoría de las grandes categorías de gastos—el consumo, la inversión, los gastos públicos, las exportaciones y las importaciones— y sus subdivisiones (13). Estos elementos son siempre integrados en un sistema dinámico cerrado susceptible, según la magnitud de ciertos parámetros, de producir toda clase de oscilaciones.

En la mayor parte de estos modelos, el dinero, los bancos y los organismos de crédito, así como el tipo de interés y los precios, son relegados a un plano secundario. Examinemos, por ejemplo, la famosa *Contribution to the Theory of the Trade Cycle*, de HICKS, el ejemplo más elegante y mejor elaborado de un gran número de sistemas análogos.

Su modelo principal es concebido casi enteramente en términos “reales”: los gastos de consumo son una función de la renta *real*; la inversión, una función del tipo de variación de esta renta; existe un techo físico que puede ser o no alcanzado y, dado que es materialmente imposible consumir el capital fijo más aprisa de lo

(13) Es interesante comparar los métodos del economista teórico con los del práctico que estudian la coyuntura y tratan de formular previsiones a corto plazo, como lo hacen los consejeros económicos del presidente de los Estados Unidos y organismos análogos en otras partes. Los prácticos tienen también explicaciones (de las “teorías”) relativas a los diferentes flujos de gastos, pero sus descomposiciones son mucho más detalladas. La inversión, por ejemplo, es dividida en variaciones de existencias, construcción de inmuebles industriales y comerciales, viviendas, obras públicas, equipo, etc. Además, el número de variables explicativas es mayor y los prácticos se guardan de construir un sistema invariable y rígidamente interconectado.

que se desgasta, el acelerador es más débil en la fase descendente que en la ascendente. Los salarios se suponen perfectamente rígidos, así como los precios (bajo reservas secundarias).

El dinero juega un papel perfectamente pasivo en este modelo; la circulación monetaria aumenta automáticamente durante la expansión y se reduce durante la contracción (14).

El dinero es un simple velo o más bien un "tejido de punto" como decía MISES (15) que refleja fielmente el cuerpo económico y se adapta a todos sus movimientos.

Aunque HICKS considera el modelo "real" como lo esencial de su teoría y ésta como una representación adecuada de la realidad, él es demasiado realista para basarse enteramente en el aspecto "real" de su teoría de la explicación del ciclo concreto. En los dos últimos capítulos de su libro, introduce el "factor monetario" como un elemento muy activo y modifica así su teoría más radicalmente de lo que parecía a primera vista o de lo que él mismo quiere reconocer. Dedicaremos aún algunos instantes a estos modelos "reales".

Aunque el dinero no juega ningún papel activo en estos modelos, en el sentido de que no se recurre a ninguna medida deliberadamente inflacionista—elevación de los precios, reducción de los tipos de interés, suavización del crédito—para explicar la fase de expansión, ni a los fenómenos contrarios para explicar la contracción, él es, sin embargo, esencial, porque la expansión no puede continuarse nada más que en el caso de que la oferta monetaria sea elástica, es decir, de que M o V aumenten sin una elevación

(14) Se introducen, sin embargo, complicaciones monetarias para explicar un aspecto del ciclo que no puede, según HICKS, explicarse en términos del modelo "real". Considera que la contracción de la producción se realiza, después de la crisis, con más rapidez de lo que podría esperarse del mecanismo del multiplicador y del acelerador. A guisa de intensificador, introduce, pues, lo que PICON había llamado (en su *Industrial Fluctuations*, publicado en 1926 y todavía claramente actual) la explosión de las quiebras en el punto culminante de la expansión. KALDOR ha reprochado vivamente a HICKS esta concesión al realismo, afirmando que este aspecto particular del ciclo puede también explicarse por el mecanismo "real".

(15) No es necesario decir que MISES no suscribía la tesis según la cual el dinero no es más que un tejido de punto.

sensible de los tipos de interés (16). Si V no tiene la posibilidad de aumentar, las autoridades monetarias deben permitir que aumente M ; si V puede aumentar, basta que eviten compensar el alza de V reduciendo M .

La crisis es provocada únicamente por el mecanismo "real" y durante la contracción el papel del dinero es aún menos importante que en el curso de la expansión; en efecto, mientras que las autoridades monetarias pueden siempre contener o moderar la expansión, no tienen, o tienen en una medida muy pequeña, la posibilidad de atenuar la contracción (podrían, sin duda, agravarla). Cuando los factores reales "decretan" una contracción, MV disminuye inexorablemente y si la política monetaria impide a M contraerse (o dilatarse), el resultado es simplemente una disminución compensadora de V .

No hay duda de que esta explicación subestima considerablemente la importancia de los factores monetarios en la determinación de los ciclos efectivamente vividos. Lo que puede discutirse es la importancia de la deformación de la realidad que de ello resulta. Es indiscutible que un gran número de autores, que han propuesto modelos reales del ciclo, admitirían con mucho gusto que la representación que dan del mismo es susceptible de ser modificada por el juego de los factores monetarios; nos parece, en cambio, no menos indiscutible que la teoría moderna ha subestimado enormemente la importancia de estos factores. En el campo del ciclo y en otros, se ha aceptado y estimado sobremanera la rigidez de los desequilibrios y de los obstáculos "reales" o "estructurales" que impiden los reajustes necesarios, en detrimento de los factores monetarios y de la rigidez de los precios y de los salarios que les está estrechamente ligada. Esto es sumamente importante y tiene consecuencias inmensas para la política económica.

(16) Existe ciertamente una tendencia que tiende a minimizar la importancia del tipo de interés, pero no llega a negar que tipos fuertemente crecientes frenan la expansión.

VII. *Los factores monetarios en la depresión*

La acción de los factores monetarios es particularmente evidente en las depresiones. Pero el germen de la depresión se siembra durante la prosperidad y no es enteramente de origen "real".

Citemos algunos casos en que los factores monetarios han agravado considerablemente las depresiones, sin quizás haberlas causado.

La Gran Depresión de los años 30 en los Estados Unidos fué mucho más severa de lo que habría sido sin la destrucción masiva de los bancos y del crédito como consecuencia de las quiebras. El colapso del sistema bancario no es seguramente una característica esencial del ciclo real. El mismo fenómeno se produjo en otros países y el desmoronamiento del patrón oro, el abandono de los tipos de cambio oro y el apresuramiento internacional hacia la liquidez son fenómenos monetarios análogos, en la escala internacional.

Es satisfactorio ver que un partidario eminente de la teoría real del ciclo, como el profesor HICKS, señale con fuerza el carácter esencialmente monetario de la Gran Depresión, rechazando categóricamente la explicación real de los acontecimientos de los años 30, es decir, tanto su propia tesis del multiplicador-acelerador como la tesis del "estancamiento secular". Citemos el pasaje en cuestión:

"No existe ninguna razón para pensar que la expansión *real* de 1927-29 fuera un auge excepcional; si sólo hubiera jugado el acelerador no habría sido seguida de una depresión excepcional. Pero la depresión se injertó en una situación monetaria extraordinariamente inestable. La causa principal de esta inestabilidad no era la superexpansión especulativa, puramente superficial, que se había producido en Nueva York en 1928-29; sus orígenes eran más antiguos. El sistema monetario mundial no se había adaptado nunca completamente a la variación de las rentas que había tenido lugar durante y después de la guerra de 1914-18; funcionaba con un volumen de oro extremadamente insuficiente en términos de unidades de salario. Dificultades de reajuste de los tipos de cambio de la posguerra (añadiéndose a importantes modificaciones de la

situación acreedora o deudora de los diversos países, como consecuencia de la guerra) tenían por resultado localizar las debilidades en ciertos lugares; algunos bancos centrales, como el Banco de Inglaterra y el Reichsbank, se encontraron en la imposibilidad de cumplir su función de "prestamistas en última instancia" (17).

Esta explicación de la Gran Depresión ha sido propuesta hace mucho tiempo por los economistas de la Europa continental, sobre todo por Charles Rist, pero no tiene muchos partidarios entre los anglosajones.

Se imponen dos observaciones generales. Es preciso, en primer lugar, señalar que la rigidez de los precios, es decir, prácticamente la rigidez de los salarios, es la condición previa a toda explicación monetaria. Esto no quiere decir que todo iría mejor y que la inestabilidad cíclica se eliminaría si los salarios fueran flexibles. El problema se complica infinitamente debido a que existen contratos fijos y a que un sistema de precios perfectamente flexibles tendría, en el campo de las expectativas, repercusiones dinámicas opuestas.

La segunda observación de orden general es que durante todo el siglo XIX, el sistema monetario británico se fundó sobre una base oro muy estrecha. La exigüidad de esta base monetaria implicó una política de crédito irregular, porque obligaba al Banco de Inglaterra a reaccionar vivamente a las menores reducciones de caja. Contribuyó de esta forma a la inestabilidad monetaria durante el siglo XIX (18). La creciente rigidez de los salarios en el siglo XX hizo al sistema impracticable. Es bien sabido, pero con frecuencia olvidado, que el desorden monetario, sobre todo la revalorización de la libra esterlina después de la primera guerra mundial sin el reajuste indispensable de los salarios, fué la causa

(17) Op. cit. p. 163. La explicación no se aplica literalmente al caso americano. No es completamente exacto decir que la base monetaria (oro) de la economía de los Estados Unidos fuera demasiado estrecha, incluso aunque el dólar fué más tarde devaluado. La especulación desenfadada hacia fines de 1920-30 no era tan superficial como se imagina HICKS, puesto que contribuyó especialmente al colapso del sistema bancario.

(18) Cf. VINER, *Studies in the Theory of International Trade*, cap. v, que da también referencias bibliográficas.

del semiestancamiento de la economía británica de los años 20 (19). La Gran Depresión de los años 1870 ofrece muchos puntos comunes con la de los años 1930. Fué también agravada por factores monetarios en los Estados Unidos y en Europa. En los Estados Unidos, importantes superávits presupuestarios siguieron a los déficits ocasionados por la guerra civil y la prima sobre el oro fué progresivamente reducida de un 57 por 100, en 1865, a 0, en 1879 (20), último año de la depresión. Bajo ciertos aspectos, la situación recuerda la de Inglaterra de los años 1920-30, si bien el contexto económico—la América del siglo XIX y la Inglaterra del siglo XX—es muy diferente. Pero la diferencia de contextos hace la semejanza del resultado tanto más notable y contribuye a ilustrar la hipótesis de que los factores monetarios fueron de una importancia decisiva en los dos casos.

Si, después de los Estados Unidos, se examina la economía mundial, se observan varios factores deflacionistas de orden monetario que actúan en el curso de los veinticinco últimos años del siglo XIX: el aumento de la demanda de oro, por ejemplo, resultante de la adopción del patrón oro por varios países de la Europa continental, o también el exceso de especulación, las crisis financieras y sus secuelas en numerosos países.

Los ejemplos que acaban de citarse son casos evidentes y notorios de depresión cuya severidad ha sido agravada por factores de orden monetario. Se manifiestan perturbaciones análogas, pero de menor amplitud y gravedad y que han tenido por resultado la reducción del volumen de crédito, un pesimismo en las previsiones

(19) Este resultado fué predicho por KEYNES en su ensayo *The Economic Consequences of Mr. Churchill*, 1925. Como ha demostrado el profesor HAYEK (*Monetary Nationalism and International Stability*, 1937) la advertencia de KEYNES se fundaba en una enseñanza ortodoxa. Un siglo antes (en 1821), RICARDO escribía a WHEATLEY: "Jamás aconsejaría a los poderes públicos restablecer a la par una moneda que se deprecie en un 30 por 100; les recomendaría más bien... fijar la moneda a su valor depreciado". (RICARDO, ed. Sraffa, vol. IX, p. 73). En las condiciones actuales de salarios rígidos, la mayor parte de los economistas afirmarían que una sobrevaluación de un 10 por 100 es demasiado importante para que se la corrija por la deflación más que por la devaluación.

(20) Cf. R. Fels, *American Business Cycles*, 1865-79, *American Economic Review*, junio, 1951.

y la incitación a aumentar la liquidez (una reducción de V) en casi todas las depresiones, salvo las más ligeras.

VIII. *Los factores monetarios en la fase de expansión del ciclo*

Si es fácil señalar casos en que los factores o las políticas monetarias han agravado fuertemente las depresiones y si, con PIGOU y HICKS, se puede generalizar y decir que, en muchos otros casos menos notables, la gravedad de la depresión ha sido aumentada por las consecuencias monetarias de una crisis financiera, es evidente que el papel de los factores monetarios en la fase de expansión del ciclo es mucho más controvertida y difícil de apreciar.

Nadie, sin duda, defendería en la actualidad—yo ciertamente no lo haría—que la moderación de la expansión, y la depresión que de ello resulta, podrían evitarse manteniendo constantes M o $M V$, o un nivel cualquiera de precios. Así, la imposibilidad para el dinero y la política monetaria de conformarse a una regla simple no puede ser responsable del hecho de que los auges no duren eternamente y sean siempre seguidos de depresiones. Pero si es difícil o imposible descubrir una ley monetaria que, si fuera observada durante la expansión, aseguraría la prosperidad perpetua, ello no quiere decir que el comportamiento del dinero o de la política monetaria durante la expansión no afecte a la severidad de la depresión ulterior.

La duración y la gravedad de las depresiones dependen, en parte, de la amplitud de la inadaptación "real" que se manifieste en el curso de la expansión precedente y, en parte, de los fenómenos monetarios y de crédito ya mencionados que agravan la situación—el deseo de liquidez por parte de las instituciones financieras y de otros organismos, la destrucción del dinero bancario por las quiebras y fenómenos análogos en el plan internacional.

Mientras que una política y unas intervenciones monetarias durante la expansión no pueden, sin duda, impedir enteramente la aparición de desequilibrios reales—salvo quizás, impidiendo producirse la expansión—una política monetaria imprudente puede seguramente agravarlos; además, las crisis financieras que caracterizan la fase descendente del ciclo y las complicaciones monetarias y financieras de la depresión son en parte las consecuencias de

políticas y fuerzas monetarias en vigor durante la expansión precedente.

La expresión “desequilibrio real” no debe, pues, entenderse en sentido restrictivo (21). Existen otros tipos de desequilibrio y queremos sugerir que cada expansión tiende a engendrar la misma clase de dificultad. Permitásenos citar dos o tres tipos.

Un primer tipo de desequilibrio real se expone en la teoría de HARRON y de HICKS (y es presentado asimismo por otros autores), según la cual, la inversión inducida se detiene bruscamente (22) cuando la expansión choca con el “techo” del pleno empleo. El techo en cuestión es menos un obstáculo rígido que una zona fluida de estrangulamientos.

Un segundo tipo de desequilibrio es el descrito por SCHUMPETER. Se caracteriza por un agotamiento temporal de las posibilidades de inversión en los sectores en que la expansión habría sido más viva. Las probabilidades de aparición de una falta generalizada y crónica de posibilidades de inversión para el ahorro corriente (distinta de una falta temporal y localizada) son tan mínimas y constituyen, *sub specie historiae*, un caso tan irreal que podemos ignorarlas (23).

(21) En la literatura económica, esta expresión está asociada a la teoría del ciclo de HAYEK. Pero el “desequilibrio real” que describe HAYEK—“una prolongación excesiva del período de producción” (concepto que es incómodo de definir en términos operacionales)—no es más que un tipo de desequilibrio entre otros, y no es necesariamente el más probable o el más fácil de reparar.

(22) En otros términos, “la prolongación” del capital se detiene y, puesto que la “intensificación” del capital no puede recobrar el ritmo anterior, la inversión global disminuye necesariamente, resultando una depresión.

(23) La eventualidad de una insuficiencia general y endémica de las posibilidades de inversión para el ahorro corriente (en oposición a una insuficiencia localizada y temporal en un sector determinado) es tan improbable *sub specie historiae*, que podemos desestimarla. Ello no impide que en toda depresión severa se asista a un renacimiento de la teoría, tanto en los técnicos como en los no especialistas, según la cual las depresiones provienen todas de una insuficiencia endémica de las posibilidades de inversión. A partir de la fase de prosperidad siguiente, por el contrario, esta creencia es remplazada por la convicción opuesta de que el ciclo es, al fin, dominado, y que una nueva era de perpetua prosperidad se abre a nuestros ojos. Esto es un ejemplo de la *Konjunkturgebundenheit* del pensamiento económico y los economistas

Mientras que estos desequilibrios reales se encuentran estrechamente ligados al crecimiento y a la expansión y son extremadamente difíciles de diagnosticar y evitar (excepto conteniendo la expansión misma), la mayor parte de las fases de prosperidad se caracterizan más o menos por excesos que parecen—al menos después del golpe—inútiles, indeseables y evitables, aunque no sea siempre fácil, mientras que los negocios van bien, distinguirlos de los desequilibrios mencionados antes.

Nos referimos a los excesos especulativos tanto en el campo financiero como en el campo real: la superproducción demasiado optimista en ciertos sectores, o las construcciones excesivas; la especulación de inmuebles y las existencias exageradas (24); en fin, la especulación bursátil exagerada.

Es sobre todo en este dominio donde el dinero y la política monetaria son importantes durante la expansión. Estas consecuencias "malsanas" son imposibles, al menos en una escala muy vasta, sin una expansión excesiva del crédito. Ciertamente, es con frecuencia difícil diagnosticar dichas manifestaciones y una de las tareas más delicadas de la política monetaria es evitar los excesos inflacionistas sin comprometer la expansión. Ninguna regla simple, como la estabilización del nivel general de precios, es suficiente. Parece, no obstante, un hecho, que estos fenómenos se producen en toda expansión importante y que engendran sacudidas y convulsiones financieras que contribuyen en forma importante a la gravedad de la depresión y de la deflación ulteriores.

IX. *La importancia comparativa de los factores monetarios y reales en el ciclo*

Nuestra conclusión general es que los factores y las políticas monetarias juegan un importante papel en la determinación de la que gustan de señalar la importancia del factor "psicológico" en la determinación del ciclo podrán invocarle en apoyo de su tesis.

(24) Es probable que el ciclo "especulativo" de las existencias basado en el mecanismo multiplicador-acelerador (y que METZLER ha estudiado magistralmente en sus célebres artículos) no es más que un aspecto mínimo de la realidad y que los ciclos de existencias sin especulación ni estimulantes monetarios (que no juegan ningún papel en la teoría de METZLER) serían muy moderados y carentes de interés.

inestabilidad económica. Una gran parte de la teoría moderna del ciclo ha desestimado indebidamente los factores monetarios e insistido en los factores reales, aunque la mayoría de los autores de teorías reales del ciclo sienten la necesidad de introducir factores monetarios para modificar su análisis antes de aplicarle a los ciclos del mundo real. Esta omisión de los factores monetarios y de las rigideces institucionales es, en parte, una característica general de la teoría moderna que se registra también en otros campos del mismo modo que en el de la teoría del ciclo económico. Puede ser parcialmente comprendida como una reacción al hecho de que algunas de las teorías monetarias del ciclo, más antiguas, han sido desacreditadas por sus exageraciones y sutilezas.

Es preciso, ahora, plantear la cuestión cuantitativa: si fuera posible evitar, por medio de reformas institucionales y de una hábil política monetaria, las complicaciones monetarias que acabamos de tratar ¿el ciclo sería muy atenuado o, al contrario, apenas afectado? En otras palabras, el ciclo real sin las llamadas complicaciones *monetarias* ¿constituye un problema verdaderamente grave?

La cuestión es seguramente muy compleja. No esperamos formularla, en una exposición, con todo el cuidado y precisión que exige, y mucho menos darla una solución. Pero séanos permitido esbozar algunas respuestas a algunos aspectos de la cuestión principal.

Si fuera posible evitar durante las crisis la destrucción masiva del dinero bancario debido a las quiebras bancarias, a la retirada de los depósitos, a la falta de confianza en las instituciones financieras, y si, asimismo, pudieran evitarse fenómenos análogos en el plano internacional, se eliminarían, gracias a este mínimo de reformas, las crisis catastróficas como las de los años 30. Evitando errores como la revalorización de la esterlina después de la primera guerra mundial, y adoptando una política modesta de expansión monetaria (queremos decir una política monetaria, no una política fiscal consistente en déficits presupuestarios sistemáticos en tiempos de crisis) los largos periodos de semiestancamiento, como el que conoció la economía británica durante los años 1920-30, llegarían a ser totalmente improbables.

Si, además, se lograra impedir desarrollarse los excesos infla-

cionistas y especulativos durante la expansión y si se adoptara una política presupuestaria moderadamente anticíclica, la inestabilidad cíclica sería convertida en proporciones modestas. En otros términos, el ciclo real sin las "complicaciones" monetarias (definidas en sentido amplio), es a nuestro juicio, un fenómeno muy bien benigno.

¿Qué probabilidades hay de evitar en el futuro las complicaciones monetarias? La mayoría de los economistas reconocen, al parecer, que las probabilidades son grandes en lo que se refiere a la política de la lucha contra la depresión. La deflación galopante, como la de los años 30, parece totalmente excluida, incluso en los países más capitalistas. La política de lucha contra la depresión corre el riesgo, en la mayor parte de los países, de ser aplicada de una forma demasiado rápida y masiva, mas bien que de una forma retardada y tímida. ¿Se alcanzará como consecuencia la edad de oro de la estabilidad económica? En lo que se refiere al empleo, la eventualidad de un paro masivo como efecto de una deficiencia de la demanda efectiva no es muy probable en sitio alguno. Esto no excluye ciertamente un paro debido a la insuficiencia de otros factores de producción. Incluso cuando esto se produce en una gran escala, es raro que resulten de ello dislocaciones (25).

(25) Estas circunstancias existían después de la guerra en los países devastados, debido a la falta de materias primas, utillaje y medios de transporte. Y esta clase de paro ha amenazado a ciertos países, como Inglaterra, durante sus crisis de la balanza de pagos, sin materializarse nunca. Algunos teóricos han afirmado que esta clase de paro existe crónicamente bajo una forma camuflada en los países subdesarrollados. Se basan en la hipótesis de coeficientes de producción constantes, lo que quiere decir que el capital y el trabajo pueden combinarse solamente de una o dos formas determinadas (siendo, por tanto, rectangular la función de producción). Puesto que el capital es escaso, una numerosa mano de obra debe permanecer parada. Pues bien, no es realista y es incluso ridículo suponer que existan dichas circunstancias, no para algunos procesos claramente definidos, pero en grandes sectores, sino en el conjunto de la economía. Conviene señalar, sin embargo, que esta misma hipótesis subyace en el célebre modelo de crecimiento a largo plazo de HARROD y DOMAR. Estas teorías constituyen otro ejemplo extremo de la tendencia contemporánea a sobrestimar los factores reales y a buscar las rigideces reales, en este caso literalmente físicas, en vez de los factores monetarios, como la

X. *La inflación secular.*

En lo que se refiere a los aspectos de la estabilidad económica distintos al empleo—la estabilidad de los precios, por ejemplo—el balance es indiscutiblemente menos favorable. El paro no se tolera, los principios de una depresión importante se presienten a la menor baja real o imaginaria de la actividad económica, la propensión a aplicar medidas contra la depresión es fuerte. Y todo esto se añade al deseo de invertir y de construir, a la presión constante de los sindicatos obreros para conseguir aumentos de salarios y, en ciertos países, de los sindicatos agrícolas, para conseguir precios más elevados. Ello da lugar a la inflación secular permanente o intermitente, progresiva o galopante.

La inflación galopante y permanente se registra en ciertos países subdesarrollados—Chile constituye sin duda el ejemplo extremo—. Es evidente que ella retrasa el crecimiento (comprometiendo la distribución eficaz de los recursos y desalentado el ahorro) incluso aunque permita evitar depresiones agudas.

En los países industrialmente desarrollados, la inflación secular se manifiesta bajo la forma de un alza lenta e intermitente de los precios. Es decir, que a largo plazo, los precios aumentan en término medio algunos puntos por ciento anualmente; períodos de precios rápidamente crecientes son interrumpidos por períodos más cortos de precios estables o incluso ligeramente descendentes. El proceso es insidioso e incómodo de diagnosticar y los economistas no tienen un juicio unánime sobre sus consecuencias, al menos mientras el alza media de los precios no sobrepase de un 2 a un 3 por 100 anual.

Examinemos algunos aspectos de este problema. Es engañoso decir, como lo hacen algunos (26), que el mundo conoce un régimen

rigidez de los precios y de los salarios. (Para una crítica del modelo de HARROD-DOMAR, cf. L. B. YEAGER, "Some Questions about Growth Economics", *American Economic Review*, marzo, 1954.)

(26) Cf. por ejemplo, M. BRONFENBRENNER, "Some neglected implications of secular inflation", en *Post-Keynesian Economics* (ed. K. K. Kurihara, New Brunswick, New Jersey, 1954). Este artículo es extremadamente sugestivo y estamos totalmente de acuerdo con la tesis que expone, excepto con el punto mencionado arriba.

de inflación secular desde hace más de ciento cincuenta años. La inflación secular no es el término que yo emplearía si el alza de los precios desde hace un siglo y medio fuera el resultado de impulsos vertiginosos debidos a las grandes guerras sin que ninguna tendencia al alza caracterizara los períodos intermedios de paz (27). Las alzas de precios que resultan de catástrofes políticas son muy diferentes de las alzas intermitentes que se producen en tiempos de paz. La razón es que, en el primer caso, la inflación aparecerá como una manifestación de la Providencia, mientras que en el segundo—salvo si los períodos intermedios de estabilidad o de baja son suficientemente largos—, se producirá una psicosis inflacionista que correrá el riesgo de desencadenar una inflación galopante y tendrá necesariamente efectos nefastos sobre los hábitos del ahorro, la distribución de la renta, y, a la larga, sobre la distribución eficaz de los recursos.

Nuestro propósito no es determinar a partir de qué ritmo de crecimiento anual o cuándo aparecerán las consecuencias nefastas de la inflación secular. Estudiaremos mas bien un aspecto del mecanismo causal que implica estas consecuencias y una de sus repercusiones internacionales.

Como señala Bronfenbrenner (*op. cit.*), existen dos explicaciones diferentes de la tendencia a una lenta inflación secular en los países industrializados de Occidente. La primera tesis critica las agrupaciones constituidas por los sindicatos obreros y agrícolas y la segunda, se refiere a la política monetaria que sería aflojada bajo la influencia del pensamiento keynesiano. Según la primera explicación, el nivel de los precios aumenta inexorablemente bajo la presión de los salarios; según la segunda, aumenta bajo la influencia de la política monetaria.

El dinero juega, ciertamente, un papel en los dos esquemas. Los sindicatos obreros no podrían forzar el aumento de los precios si la política monetaria no cediera. Es preciso también señalar que no es indispensable que los sindicatos formen un bloque monolítico (como en ciertos países) y hagan aumentar los salarios de un solo golpe. Basta con que los salarios sean aumentados aquí

(27) Esto corresponde bastante a la evolución de los precios en los Estados Unidos, entre 1800 y 1950.

y allá bajo la influencia de los sindicatos más fuertes: la concurrencia y la acción de los otros sindicatos harán pronto lo posible por generalizar estas alzas. Una vez que el movimiento se ha puesto en marcha, la presión sindical y la política monetaria actúan la una sobre la otra; la diferencia entre las dos explicaciones parece, pues, denegar en una querrela sobre la prioridad de las causas.

Pero subsiste una importante diferencia operacional. Las dos tesis reconocen que el nivel de precios podría mantenerse a pesar de la presión sindical sobre los salarios, si la política monetaria permaneciese severa (como en el régimen de patrón-oro); pero los partidarios de la tesis de la presión de los salarios afirman (o suponen) que, incluso aunque la política monetaria se mantuviera rigurosa, los salarios—o algunos de ellos—no obstante aumentarían. Habría, por tanto, paro y las autoridades monetarias se encontrarían entonces ante el siguiente dilema: “crear” un cierto volumen de paro o tolerar de vez en cuando una alza de los precios.

Los partidarios de la otra tesis adoptan un punto de vista más optimista. Dicho dilema no existiría si las autoridades monetarias probaran su firmeza, no aumentando los salarios nada o muy poco. Una dosis pequeña de paro o la simple amenaza de paro, bastaría para moderar el ardor de los sindicatos al reclamar alzas por encima de lo que permite la mejora global de la productividad.

Dado que el paro es considerado hoy como casi intolerable, la diferencia entre los dos puntos de vista se reduce a una apreciación del poder y de la política de los sindicatos y de las reacciones de los empresarios. Además, la opinión pública y la política del Gobierno evidentemente cuentan mucho.

Por nuestra parte, nos inclinaremos más bien del lado de los pesimistas (28). Pero la cuestión es de aquellas en que sería poco sabio adoptar una actitud dogmática. El poder y la política de los

(28) BRONFENBRENNER (op. cit.) es también pesimista y también lo es el decano de los “economistas del trabajo” en los Estados Unidos, S. H. SLICHTER. La tendencia optimista está representada por “la escuela de Chicago”. Cf., por ejemplo, M. FRIEDMAN: “Some comments on the significance of labor unions for economic policy”, en *The Impact of the Union*, New York; y W. K. MORRISON: “Trade Unionism, Full Employment and Inflation”, *American Economic Review*, marzo, 1950.

sindicatos, el comportamiento de los empresarios, las reacciones del público y la política del gobierno varían de país a país y aunque la tendencia en el mundo libre haya sido reforzar los sindicatos y "una sociedad trabajadora" (Slichter) ella depende evidentemente de las fuerzas políticas y sociales cuya evolución es imprevisible. Y el economista no tiene una competencia particular para esta clase de pronósticos.

XI. *La inestabilidad de la balanza de pagos.*

Llegamos ahora al último de nuestros propósitos que constituye un ejemplo evidente de la moderna tendencia que consiste en buscar vicios de estructura fundamentales y en ver obstáculos reales al mantenimiento de un equilibrio estable allí donde una política monetaria defectuosa y la rigidez de ciertos precios estratégicos dan una explicación perfectamente satisfactoria del desequilibrio o de la inestabilidad existente.

En una economía cerrada, disfrutando de un sistema monetario y bancario unificado, de perfecta movilidad de capitales y de una cierta movilidad de la mano de obra, un ritmo de inflación secular de un 2 a un 3 por 100 anual no tendrá, sin duda, efectos inmediatamente perjudiciales o, al menos, aparentes.

En el mundo real, en cambio, compuesto de países dotados de políticas y sistemas monetarios distintos y entre los cuales no juega, o apenas juega, la movilidad de capitales y de la mano de obra, basta una pequeña desviación entre el ritmo de inflación de los diferentes países para conducir casi inmediatamente a un desequilibrio de la balanza de pagos.

Lo que es verdad de la disparidad de los ritmos de inflación secular, lo es igualmente de las divergencias de periodicidad y amplitud en el caso de los ciclos y otros movimientos a corto plazo. No constituye, además, desde el punto de vista analítico, más que el aspecto opuesto del mismo problema, en la medida en que el desequilibrio de la balanza de pagos provenga de una variación de la demanda internacional (cualquiera que sea la causa). En el caso del ciclo, la persistencia del desequilibrio se debe a la incapacidad del mecanismo monetario para provocar una divergencia equilibradora entre el ritmo de expansión del país con superávit

y el del país con déficit (29), mientras que en el caso de inflación secular a la que nos hemos referido antes, el desequilibrio de la balanza de pagos se debe a una divergencia de la misma naturaleza, pero *desequilibradora*.

Permítasenos insistir en el caso crónico porque ilustra mejor que cualquier otro nuestra tesis, a saber: que existe actualmente una propensión a sobrevalorar los factores "reales" y a desestimar los factores monetarios y las rigideces institucionales.

El acuerdo es mucho más general hoy que hace algunos años, en lo que se refiere a la proposición, según la cual la causa fundamental del déficit sistemático de la balanza de pagos de varios países—en otros términos, su "escasez de dólares"—es que los países deficitarios tienen, por diversas razones, una "propensión a la inflación" más elevada que los países con superávit. No debemos omitir señalar, sin embargo, que es engañoso razonar solamente en términos de dólares U. S. A. La escasez de divisas se manifiesta asimismo en el caso del dólar canadiense, del peso mejicano, del bolívar venezolano, del franco suizo y, más recientemente, del marco alemán, del florín holandés y de otras divisas más o menos libremente convertibles en dólares de U. S. A.

La propensión elevada a la inflación tiene ciertamente múltiples causas. Unas son de carácter "ideológico", "político" o "social". Otras se encuentran profundamente enraizadas en la evolución reciente, o más lejana, del país; otras, en fin, son muy "reales". Se comprende, por ejemplo, que después de la guerra haya sido casi imposible a los países devastados reprimir la inflación "abierta" o "reprimida"; es evidente, además, que los países que apenas toleran el paro, que disfrutan de un sistema de seguridad social muy elaborado, que soportan una fiscalidad directa

(29) El mecanismo equilibrador puede ser del tipo del patrón oro: permanecen estables los tipos de cambio, los países con superávit practican la expansión monetaria, los países con déficit, la contracción; puede, por el contrario, consistir en una política de tipos de cambio flexibles que no exija ninguna expansión o contracción de la circulación monetaria. Es imposible estudiar aquí las complicaciones que resultan de la rigidez de los precios y de los salarios y de las variaciones del empleo a que da lugar; tampoco pueden estudiarse las complicaciones debidas a los movimientos especulativos de capital.

exorbitante y cuyos sindicatos son exigentes, se encuentren constantemente en estado de tensión; asimismo, no es extraño que los países pobres y atrasados sientan siempre la tentación a gastar más de lo que les permiten sus débiles recursos y a vivir por encima de sus medios, en el momento en que se deciden a alcanzar rápidamente a los países más adelantados.

Cuando existe tal gama de explicaciones que permiten registrarse de forma ilimitada las "propensiones", las "asimetrías" (30), los "efectos de demostración" y otros trucos queridos a los teóricos, es difícil comprender que haya podido juzgarse necesario plegarse a hipótesis tan inverosímiles como la aparición súbita, en el curso de la cuarta década del siglo XX, de una inelasticidad irreductible de la demanda real en el plano internacional, poniendo en juego continentes enteros y toda clase de países. O, asimismo, que se haya podido mantener la teoría no menos extraña de que, a partir de la misma época, la balanza de pagos (y las relaciones reales de intercambio) se inclinarán inexorablemente a favor de los países donde el progreso sea más rápido.

XII. *Resumen y conclusiones.*

Nuestra principal conclusión es que los factores monetarios entendidos en sentido amplio, son en gran parte responsables de la inestabilidad económica a corto plazo, del ciclo (entendido también en sentido amplio) así como de la inestabilidad y del desequilibrio sistemático de la balanza de pagos que han atormentado al mundo durante estos treinta últimos años. Apenas es necesario añadir que el mismo razonamiento se aplica a la inestabilidad del nivel de precios a largo plazo.

Por "factores monetarios" no entendemos simplemente una política activa de inflación o de deflación —esta última ha llegado a ser casi inconcebible desde la Gran Depresión y el desarrollo del pensamiento Keynesiano—; sino que en ellos incluimos también las repercusiones monetarias de las crisis financieras que caracterizan el punto crítico culminante o que aparecen en el curso de la con-

(30) Cf., por ejemplo, C. KINDLEBERGER, "L'asymétrie de la balance des paiements", *Revue Economique*, 1954, pp. 166-89.

tracción, independientemente del origen, monetario o no, de la depresión. El colapso del sistema bancario americano en los años treinta, por ejemplo, el abandono del patrón oro y la repentina liquidación subsiguiente del patrón de cambios oro, la supresión de los créditos internacionales, los movimientos especulativos de capitales y el deseo de liquidez, todos estos fenómenos, en el plano nacional e internacional, constituyen factores monetarios. Si fuese posible evitarlos, serían imposibles catástrofes como la Gran Depresión y los otros ciclos serían atenuados.

Demos ahora a los "factores monetarios" un sentido aún más amplio, de forma que tengan en cuenta entre sus efectos esta parte de la inestabilidad actual que sería eliminada si la política monetaria llegara no sólo a contener las perturbaciones monetarias señaladas antes, sino también a dar un cariz ligeramente anticíclico a la oferta monetaria y de crédito; los factores monetarios así definidos serían entonces responsables de una parte aún mayor de la inestabilidad económica. En otras palabras, la amplitud del ciclo sería fuertemente reducida si los factores monetarios, en el sentido que acabamos de darles, devinieran inoperantes. Esto precisaría, evidentemente, tanto intervenciones como abstenciones por parte de las autoridades monetarias.

Lo anterior no implica, sin embargo, que los factores no monetarios no tengan importancia.

En primer lugar, los factores monetarios operan en una circunstancia o actúan sobre un sistema cuyas características no monetarias determinan la reacción del sistema a las fuerzas monetarias. Es fácil concebir un sistema económico donde los factores monetarios no produzcan ninguna fluctuación violenta del producto y del empleo, sino solamente variaciones de los precios, lo cual sería mucho menos grave. Si, por ejemplo, la deflación no engendrara el pesimismo, ni la inflación un optimismo exagerado (31) y si, además, los salarios y los precios fueran flexibles y no existieran los contratos monetarios fijos, los efectos de la inestabilidad monetaria sobre el producto y el empleo globales serían mucho menores que en la realidad.

(31) Una inflación rápida y prolongada puede engendrar también reacciones pesimistas.

Los factores "monetarios", el factor "psicológico" y el factor "rigidez" son complementarios, en el sentido propio del término, y se refuerzan mutuamente. La inestabilidad resultante es un producto común; es, pues, legítimo atribuir a cada uno de estos factores una parte importante de la inestabilidad económica existente de forma que la suma de sus partes respectivas pueda ser muy superior al efecto global observado (32).

En segundo lugar, no queremos descartar completamente—para los propósitos a corto plazo—la estabilidad aproximada de los coeficientes de capital, postulada por el principio de aceleración, aunque, incluso a corto plazo, la relación capital-producto y la relación mano de obra-producto no sean tan rígidas como lo que suponen ciertos modelos del ciclo (33).

No queríamos tampoco desestimar el multiplicador. Pero el acelerador y el multiplicador no darían lugar más que a fluctuaciones benignas y sin consecuencias si no se vieran acompañados y mantenidos por factores monetarios y psicológicos y por rigideces. Es este conjunto de factores el que hace que nuestro sistema económico esté sujeto a procesos acumulativos y autorreforzados de expansión y de contracción.

En tercer lugar, existen variaciones autónomas del gasto global, especialmente las concentraciones de la demanda (seguidas de reducciones de la inversión y de la demanda de bienes duraderos) causadas por las innovaciones técnicas y sobre todo por las guerras y su preparación. Estos "factores reales" contribuyen evidentemente a la inestabilidad económica. Pero, a nuestro juicio, es más bien como iniciadores, intensificadores e interruptores de los procesos acumulativos como ellos tienen una acción desestabilizadora. En otras palabras, el "problema de la propagación" es más importante que el "problema de la impulsión". En el mecanismo de la propagación —es decir, la forma según la que la economía reac-

(32) Hace ya mucho tiempo que A. C. PIGOU señaló este hecho en sus "Industrial Fluctuations". Dijo: "Puede que más de un factor sea causa dominante de fluctuaciones en el sentido de que la amplitud de las fluctuaciones sería llevada a proporciones insignificantes si dicho factor desapareciera."

(33) No es absolutamente realista suponer que sean rígidas a largo plazo o que varíen de forma autónoma en función solamente de innovaciones técnicas.

ciona a los impulsos exteriores— el factor monetario juega un papel determinante.

El fundamento de esta hipótesis es la experiencia histórica que muestra que las economías modernas absorben con frecuencia sin dificultad choques terriblemente brutales, mientras que en otras circunstancias, reaccionan violentamente a las menores sacudidas. La historia reciente ofrece numerosos ejemplos. Consideremos la transición de la paz a la guerra y de la guerra a la paz, y la repentina y fuerte disminución de los gastos públicos que esta última implica; consideremos asimismo la reconstrucción de países devastados—como Alemania, Italia, Japón y Austria—y el paso flexible de estos países a un ritmo de desarrollo más normal. Estos choques, que fueron encajados con relativa facilidad, eran sin ninguna duda más violentos que los que se supone desencadenaron la Gran Depresión.

Deducimos que el mecanismo de la reacción es más importante que la severidad de los impulsos externos; y los factores monetarios juegan un papel considerable en este mecanismo.

Si es verdad que los factores monetarios contribuyen en gran medida a la inestabilidad económica, ¿no debe concluirse que influyen desfavorablemente sobre el crecimiento? No necesariamente. Si existe algo de verdad en la teoría de Schumpeter sobre la inflación cíclica creadora, seguida de una “destrucción creadora” —y parece muy poco discutible que ella encierra una gran parte de verdad— puede que las fuerzas monetarias sean a la vez factores de inestabilidad y aceleradores del progreso. Conviene, sin embargo, recordar que la inflación cíclica no es más que una parte —si bien indispensable— del mecanismo de Schumpeter. Una inflación rápida y prolongada perjudica ciertamente al crecimiento (34). Y es posible mantener que se ha abusado en

(34) En virtud de la teoría moderna del mal menor, se pueden, empero, encontrar bastante fácilmente casos en que la inflación es factor de progreso económico, en el sentido de que a pesar de sus perniciosos efectos, tiende a oponerse a los efectos aún más perniciosos de la situación contraria. Supongamos, por ejemplo, que los salarios aumenten bajo la fusión implacable de los sindicatos; puede mantenerse entonces que vale más dejar subir a los precios, porque la otra solución sería un paro masivo.

nuestros días de tal forma del estímulo inflacionista, en tiempos de guerra como en tiempos de paz—en tiempos de paz sobre todo—en los países pobres y subdesarrollados, que no puede contarse ya con el mecanismo de Schumpeter, incluso aunque, básicamente, subsistan las condiciones no monetarias de su funcionamiento, a saber, una economía de libre empresa.

Además, en la medida en que los factores monetarios sean responsables de depresiones excepcionalmente severas, como la de los años treinta, entorpecen indiscutiblemente el crecimiento a largo plazo.

Llegamos, pues, a la conclusión de que los factores monetarios pueden tanto ayudar como entorpecer el progreso económico, pero es más fácil citar casos evidentes en que ellos han entorpecido más que ayudado. Mientras que es preciso conceder, en lo que se refiere al problema de la estabilidad, una importancia mucho mayor a los factores monetarios que a los reales, no existe duda alguna, en nuestra opinión, de que este juicio debe ser completamente invertido cuando se trata del crecimiento a largo plazo. El futuro económico a largo plazo y las diferencias persistentes del nivel de bienestar y del tipo de crecimiento entre países revelan principalmente factores no monetarios, reales y sociales, en el sentido amplio del término. Se trata de la relación mano de obra/terreno o, más generalmente, de la relación mano de obra/recursos naturales (comprendiendo bajo este vocablo el clima y la geografía); de las cualidades innatas y adquiridas de la población, de la estabilidad política y social, de la propensión a ahorrar y a trabajar. Es este conjunto de factores y de fuerzas quien determina el crecimiento a largo plazo. Las políticas y la organización monetaria son muy susceptibles de retardar, pero poco de acelerar, el tipo de crecimiento, excepto evitando las perturbaciones monetarias que frenan el progreso. La excepción no es desestimable, pero no olvidemos que, a largo plazo, las políticas y la organización monetarias son formadas y determinadas por fuerzas sociales y políticas más profundas.

Estas manifestaciones, algo triviales, parecen muy poco discutibles. Sin embargo, la política económica —y sobre todo la política monetaria— parecen con frecuencia basarse en la hipótesis

de que esta última es poco susceptible de promover la estabilidad a corto plazo debido a que la rigidez de los factores reales y los defectos estructurales imponen un desequilibrio persistente, mientras que el crecimiento a largo plazo depende de —o puede ser muy acelerado por— medios monetarios, lo que nos parece ser contrario precisamente a la verdad.

GOTTFRIED HABERLER