

# El dinero importa

Por Ramón Díaz

En el último artículo procuré mostrar las tremendas dificultades que se le presentan a un banco central que se propone adoptar la oferta nominal de dinero a la demanda respectiva. Esas dificultades quedaron simbolizadas en el gigantesco modelo econométrico de simulación (más de 100 ecuaciones) que usa el Consejo de la Reserva Federal (Fed) para ese propósito, entre otros, y, más aún, en los crecientes errores de pronóstico que ese modelo genera.

Voy a ocuparme de algunas tentativas de superar esas dificultades que se han propuesto, y se han puesto en práctica en el pasado.

Hoy quiero comenzar con la norma de política monetaria consistente en fijar la tasa del interés. En el artículo anterior señalé que la política del Fed había pasado a proponerse metas relacionadas con agregados monetarios en octubre de 1979. Antes procuraba estabilizar las tasas de interés de corto plazo. Lo que me propongo, entonces, es examinar esa alternativa.

A veces se llama a la tasa de interés el precio del dinero. La política que voy a examinar podría, pues, considerarse como una variante de la fijación del precio del dinero, que dijimos es una de las modalidades básicas de la política monetaria. Yo no voy a adoptar esa terminología, por razones que sería largo desarrollar en esta ocasión. Voy a reservar el concepto de precio del dinero para la paridad metálica y el tipo de cambio, y sugiero que consideremos que la tasa de interés sea considerada el precio del crédito, no del dinero, aunque en definitiva todo es una cuestión de definiciones. Quiero señalar, eso sí, que si una política económica fijase la tasa de interés con la misma rigidez con que lo han sido frecuentemente las paridades metálicas, o cambiarias, entraríamos en una especie de automatismo de naturaleza muy similar a la que aquellas fijaciones suscitan. El público podría expandir la oferta de dinero simplemente, digamos, vendiéndole letras al banco central, o reduciría comprándose las, y aquél habría perdido el control monetario.

Sin embargo, en los hechos, esa clase de fijación rígida no se ha dado. Lo que nos muestra la historia es que los bancos centrales terminan subiendo, o haciendo subir, las tasas de interés en determinadas fases del ciclo económico. Con respecto de las paridades metálicas o cambiarias, la historia no nos muestra ninguna evolución cíclica semejante.

¿Qué implica la regla consistente en fijar la tasa de interés como criterio de política monetaria? Supongamos que nos hallamos en una economía que desde algún tiempo ha entrado en una fase de auge. La expansión ha repercutido en un aumento de la demanda por crédito a un ritmo más rápido que el incremento de los depósitos de los bancos. Estos, ante las buenas perspectivas de colocación de fondos comienzan a pujar por los recursos de los depositantes, y las tasas de interés comienzan a exhibir una tendencia alcista.

¿Cómo interpreta el banco central —un banco central que se sitúa en la tesitura que estamos considerando— este incipiente movimiento de las tasas de interés? Lo interpreta como un signo de una demanda insatisfecha por dinero. Por lo tanto aumenta la oferta. Típicamente lo haría comprando letras en el mercado abierto, pero podría hacerlo también suministrando fondos a los bancos a través del redescuento o del mercado interbancario ("federal funds", "call"). De una forma u otra la tasa de incremento de la base (Mo) experimentarían un aumento.

La teoría subyacente pretendería que esta inyección de dinero sería transitoria. Que persistiría sólo mientras la demanda por dinero se mantuviera a un nivel superior al "normal", por así decirlo. Cuando regresara al nivel "normal" las tasas de interés mostrarían señales bajistas, e indicarían con ello al banco central que el grifo monetario estaba ahora excesivamente abierto.

El supuesto sobre el cual esta estrategia reposa crucialmente consiste en que la demanda por crédito no se verá afectada por la tasa de expansión de la oferta de dinero. La teoría económica no nos deja, sin embargo, sentar esa premisa. El locus classicus al respecto es la teoría monetaria de Knut Wicksell (circa 1900) donde se demostró que si el sistema bancario de-

primia la tasa de interés por debajo de su nivel natural, o sea el que iguala la demanda de fondos prestables con la oferta, dado el nivel de precios, el resultado sería una inflación. Dada la inflación, la tasa real de interés vendría progresivamente menor, y la demanda por crédito tendería consiguientemente a aumentar, forzando al sistema bancario a abrir cada vez más el grifo monetario; a pesar —¡atención!— de que la demanda por dinero —por un dinero que perdería valor a tasa creciente— estuviese bajando aceleradamente.

La diferencia conceptual decisiva en este contexto es entre demanda por dinero y demanda por crédito. Si la tasa de interés real es baja la demanda por crédito va a ser, por supuesto, alta. Si esa demanda se satisface por un flujo correspondiente de dinero nuevo, la oferta monetaria va a crecer apresuradamente. Pero nada asegura que ese stock incrementado de dinero va a encontrar agentes dispuestos a tenerlo. Al contrario, la gente querrá encontrar activos alternativos a aquellos cuya oferta crece de manera alarmante. Los activos financieros por hipótesis, estarán reportando a sus tenedores renditos reales bajos, tal vez negativos. Los agentes económicos querrán por consiguiente pasarse de dinero y activos financieros a bienes, y con ello harán subir más los precios. Sin perjuicio de lo cual se esforzarán por tomar dinero prestado —a la tasa de interés estabilizada por el banco central— en la mayor cantidad posible.

Eventualmente la autoridad monetaria, alarmada por la escalada inflacionaria, restringirá la creación de base monetaria. La tasa de interés subirá, y el volumen de crédito demandado bajará. Como la inercia de los precios hará que sigan subiendo, sobrevendrá una crisis de liquidez, que traerá una contracción cíclica, con su secuela de desempleo. Eventualmente la presión política aumentará para que la autoridad monetaria vuelva a reducir la tasa de interés, y por esa vía una nueva fase expansiva quedará inaugurada.

El ciclo "stop-go" que caracterizó las economías industrializadas a partir de la segunda guerra mundial podría describirse básicamente en estos términos. En los EE. UU. y en otros países la inflación se volvió cada vez mayor y otro tanto ocurrió con el paro forzoso, comparando pico con pico, y valle con valle. Recién en la última contracción cíclica la inflación se redujo por debajo de las tasas correlativas de los ciclos previos. Pero entonces ya se había abandonado la política consistente en fijar la tasa de interés.

No querría en modo alguno transmitir al lector la impresión de que en octubre de 1979 se resolvieron todos los problemas de la política monetaria, pero aquel cambio de política, seguida por la mayoría de los países desarrollados, constituye definitivamente un reconocimiento de que las metas consistentes en mantener estable la tasa de interés conduce a un sistema monetario inestable, con un claro sesgo inflacionario. O, si se prefiere, de que Wicksell tenía razón.

Veinte años antes habíamos asistido al apogeo de la idea de que la política monetaria sólo debía ocuparse de mantener las tasas de interés a un nivel compatible con un alto nivel de actividad, o, como a veces se ha dicho, condiciones de liquidez y de crédito conducentes a dicha finalidad. El año 1959 fue el año del Informe Radcliffe en Inglaterra, que enunció algo así como un consenso profesional de los economistas en tal sentido, y encontré eco en el informe del Comité Conjunto del Congreso y el Senado en los EE. UU. uno o dos años después. Ese consenso fue resumido en la proposición "el dinero no importa" que significaba restar pertinencia a las metas relativas a los agregados de dinero en la política monetaria, por oposición a las asociadas a las tasas de interés, u otras menos rigurosamente definidas, que aludían a la liquidez, o a las condiciones del crédito.

Hoy sabemos que el Informe Radcliffe estaba en un error, y que el dinero decididamente importa. Ello, sin embargo, apenas si nos permite extraer, a propósito de la política monetaria, algunas conclusiones negativas. Podemos ir dibujando cartas de navegación en que los principales escollos de la política monetaria estén señalados. Pero trazar sobre ellas la ruta cierta es cosa bien distinta.