



Universidad de Navarra

Documento de Investigación

DI-184

Abril, 1990

EL MONETARISMO EN ESPAÑA

Antonio Argandoña¹

¹Profesor de Economía, IESE

IESE Business School – Universidad de Navarra

Avda. Pearson, 21 – 08034 Barcelona, España. Tel.: (+34) 93 253 42 00 Fax: (+34) 93 253 43 43

Camino del Cerro del Águila, 3 (Ctra. de Castilla, km 5,180) – 28023 Madrid, España. Tel.: (+34) 91 357 08 09 Fax: (+34) 91 357 29 13

Copyright © 1990 IESE Business School.

EL MONETARISMO EN ESPAÑA*

A la memoria de Karl Brunner

Introducción

La historia del monetarismo en España ha sido breve, pero, a mi parecer, fecunda. Esta escuela ha tenido la rara cualidad de provocar el debate apasionado y la adhesión –o la oposición– tanto científica como ideológica, al tiempo que, como teoría monetaria, ha penetrado de tal modo que, a pesar de la oposición inicial, forma ya parte del saber convencional. Por esta razón hoy tiene poco sentido preguntar si tal o cual economista es monetarista o keynesiano: todos hemos bebido de unos y de otros, hasta el punto que nos resulta ya muy difícil identificar qué parte de nuestros conocimientos debemos a tal o cual escuela o autor, de los muchos que nos han influenciado. Con esto no quiero afirmar que en las ciencias sociales las diferencias de escuela no sean relevantes, ni tampoco que la ciencia económica se forme por la simple adición de conocimientos. Pero a estas alturas me parece que poner etiquetas no es la mejor manera de hacer adelantar nuestra ciencia, ni de transmitirla a las nuevas generaciones.

Y, sin embargo, la historia de la introducción del monetarismo en España tiene un gran interés, y no sólo como reconstrucción de un pasado reciente. En este artículo me ocuparé sucesivamente de la introducción de las primeras doctrinas neocuantitativistas en España, de los que llegamos al monetarismo a través del estudio de la teoría y de la política monetaria, de la difusión del debate monetarista en la Universidad, de las reacciones ideológicas contra la escuela, de los liberales que se hicieron monetaristas, de la evolución de esa doctrina en el mundo –que explica su éxito o, si se prefiere, su fracaso–, de sus relaciones con la nueva macroeconomía clásica y de la medida en que es monetarista o no la política del Banco de España, para acabar con algunas conclusiones.

* Preparado para su publicación en *Papeles de Economía Española*. Versión revisada, marzo de 1990.

En la elaboración de este artículo me he beneficiado de los interesantes comentarios de Francisco Cabrillo, Carlos Cuervo-Arango, Juan del Hoyo, Alfonso Novales, José Luis Oller, Luis Angel Rojo, Pedro Schwartz, Juan José Toribio, Joaquín Trigo y Juan Tugores a un primer borrador de este trabajo. Mi deuda de gratitud no me autoriza, sin embargo, a descargar en ellos mi responsabilidad.

Milton Friedman “desembarca” en España

La sabiduría convencional que los estudiantes de economía podían encontrar en la Universidad española en los años sesenta se basaba, con un poco de suerte, en el modelo neoclásico en microeconomía, y en la síntesis neoclásico-keynesiana en macroeconomía. Digo con un poco de suerte, porque el marxismo era moneda común, y no faltaban teorías más o menos confusas de corte estructuralista, ciertos enfoques sociológicos o toda la gama de teorías de lo que llamó la “nueva izquierda” (Lindbeck, 1973).

En aquel ambiente, cualquier postura que se definiese como liberal, que se basase en el supuesto de racionalidad y que se centrase en el individuo como clave del proceso de toma de decisiones, corría el riesgo de ser mal vista. El pensamiento neoclásico se admitía como una indoctrinación teóricamente coherente pero inaplicable –cuando no peligrosa, por lo que tenía de defensa del capitalismo–, que explicaban los profesores a falta de algo mejor, pero que estaba destinada a ser sustituida por alguna teoría –“de izquierdas”, naturalmente–, en un futuro próximo.

La macroeconomía convencional era más aceptada, porque Keynes admitía una lectura crítica del capitalismo. Pero se sostenía que la realidad socioeconómica –interpretada en clave de lucha de clases– iba más lejos que los esquemas simplistas del modelo IS-LM. La teoría del desarrollo seguía un camino ajeno a la corriente económica principal; se ponía énfasis en los llamados elementos estructurales, y no se aceptaba la validez general de las teorías económicas. Como tampoco se discutía la posibilidad ni la necesidad de una regulación estricta de la demanda, ni la capacidad de la política económica para modelar la realidad a su antojo, vía planificaciones, controles, regulaciones, precios administrados y mil acciones más –y esto también era herencia de Keynes.

Conviene tener en cuenta ese contexto cultural, la agitación política en la Universidad (eran los últimos años del franquismo), la sensación de crisis de la ciencia económica (antes incluso de que estallase la crisis del petróleo), y la contestación del modelo de economía de mercado, para entender la falta de aceptación del monetarismo en España en los primeros años –aparte, claro está, de las discrepancias puramente científicas. Porque se trataba de una doctrina cuyos fundamentos últimos y cuyas recomendaciones de política contrastaban violentamente no sólo con la ciencia heredada, sino también con la ideología en vigor.

El “desembarco” del monetarismo o neocuantitativismo en España tuvo lugar en los años sesenta¹. La teoría estaba enunciada desde antes (Friedman, 1956), pero el primer contacto directo de muchos de nosotros con el monetarismo debió ser la versión castellana de sendos artículos de Friedman (1966c, 1966d) publicados en un número monográfico de *Información Comercial Española* dedicado a la inflación, en agosto-septiembre de 1966. Dicho volumen recogía casi toda la gama de posturas existentes: inflación de demanda, de costes, de salarios, estructural, de precios administrados, monetaria... Digo casi toda la gama, porque las estrictamente marxistas no tenían cabida en la letra impresa oficial de aquella época, aunque dudo también de que se pueda hablar de una teoría marxista seria sobre la inflación, al menos al recordar un libro del profesor Sampedro (1976), cuya notable confusión estaba a la altura de la época –y que, quizá precisamente por eso, y por su intencionalidad política, adquirió una notable resonancia.

La verdad es que las ideas monetaristas habían llegado un poco antes, cuando el primero de los artículos de Friedman citados apareció en una recopilación de trabajos de miembros de la Mont Pelerin Society, que explicaban los fundamentos de la economía de mercado (Eucken et al., 1963),

con un prólogo de Lucas Bertrán. Pero ese libro tuvo una acogida minoritaria. Y, además, los viejos liberales españoles compartían con Friedman sus convicciones políticas, pero no su teoría monetaria.

Friedman había entrado, pues, por dos puertas: la de la teoría y la de la ideología. Esta dualidad sirve para entender el doble papel jugado por el monetarismo.

Los estudiosos

A partir de ese “desembarco”, la penetración de las ideas monetaristas en España sigue varios cauces. Unos pocos economistas españoles estudiaron en Chicago o en otras universidades extranjeras, y fueron convencidos allí por las ideas monetaristas, trayéndolas a España. Si se me permite un recuerdo personal, fue uno de ellos, Juan José Toribio, quien me invitó a leer a Friedman. Toribio estaba escribiendo entonces su tesis doctoral en Chicago, bajo la dirección de Friedman, sobre la inflación reprimida en Gran Bretaña y España². Yo, que estaba escribiendo la mía en la Universidad de Barcelona, también sobre la inflación en España, le comenté mi perplejidad ante la variedad de teorías sobre la inflación que había encontrado. Toribio ejerció el buen sentido crítico del que siempre ha dado muestra, resolviendo mis dudas, y prestándome un librito de Friedman, con el texto de unas conferencias pronunciadas en Bombay (1963). La lectura de “Inflación: Causas y consecuencias” fue, para mí, definitiva. Ahí empecé a entender algo tan elemental como la distinción entre inflación –aumento continuado y sostenido del nivel general de precios– y subidas de precios de una sola vez. Con ello pude orientarme entre las mil explicaciones acerca de las subidas de precios y la inflación como fenómeno monetario, y pude poner las bases de mi formación en la teoría monetaria.

Esa fue, pues, una de las líneas de penetración del monetarismo en España: la de los que, a través del estudio de la teoría y de la política monetaria, encontramos el monetarismo teórico. Ya he mencionado a los que llevaron esto a cabo en Estados Unidos, como Juan José Toribio, Manuel Guitián (aunque no regresó a España), Manuel Gala (que en su día trabajó sobre la cantidad óptima de dinero) o Federico Segura. Otros lo hicimos por nuestra cuenta en España, a través de la lectura de los artículos de Friedman y su escuela (Cagan, Selden, Klein, Poole, Walters, Schwartz, Johnson, Laidler, Parkin...), y luego en los trabajos de Brunner y Meltzer. Merece la pena mencionar aquí a Juan Tugores, ahora catedrático en la Universidad de Barcelona, cuya tesis doctoral (1980) versó sobre el modelo de Brunner y Meltzer, al que yo dedicaba ya algunas clases en mi curso de macroeconomía avanzada, desde hacía unos años. Es interesante constatar cómo todos nosotros compartimos también las ideas liberales, cada uno con nuestros matices. Y me atrevería a afirmar que fue la ciencia económica la que nos condujo a la ideología, no a la inversa (aunque otros siguieron el camino inverso, como señalaré más adelante).

El monetarismo llega a las aulas

Friedman llegó también a la universidad española, pero leído con ojos críticos. A Luis Angel Rojo, que no era monetarista, corresponde probablemente el mérito de ser su introductor más destacado, primero con sus famosos apuntes de clase, y más tarde con su libro “Keynes y el pensamiento macroeconómico actual” (Rojo, 1965), que debió ser la primera aproximación que

se hizo en nuestro país a las principales corrientes del pensamiento macroeconómico y monetario, que eran ya moneda corriente en el exterior³.

El monetarismo entró así en la vida académica española. No se le podía ignorar, porque era una escuela que provocaba honda polémica en otros países y porque aportaba una crítica relevante a los principios keynesianos. Pero Keynes era la ortodoxia, y el monetarismo fue objeto de dura oposición en nuestro país: de un lado, por la crítica científica; de otro, mediante la descalificación y el argumento *ad hominem*. Veamos estos dos aspectos, por su orden.

El debate científico sobre el monetarismo siguió en España cauces similares a los del resto del mundo, y los argumentos utilizados fueron también los mismos. No pretendo profundizar aquí en ese debate, sino sólo señalar algunos trazos que lo caracterizan.

Rojo (1965) cierra así su discusión del neocuantitativismo en Keynes y el pensamiento macroeconómico actual: «El extremado liberalismo de este autor (Friedman) es bien conocido; pero no vamos a intentar un análisis barato sobre la influencia de las ideologías en las concepciones monetarias. Nos limitaremos a repetir que, cuando ese elemento extraño es extirpado, el neocuantitativismo de Chicago pierde su carácter de reto a la “ortodoxia keynesiana”. Sabemos aún muy poco sobre la función de demanda de dinero. Tal vez resulte más fácil manejar una economía desde la oferta monetaria que actuando sobre el nivel de gasto a través de la política financiera. Pero cualesquiera que sean las armas de estabilización, habrán de utilizarse dentro de un modelo general de previsión ante el que se diluye cualquier línea de demarcación entre keynesianos y antikeynesianos» (pág. 178).

Ese comentario es comprensible, porque el neocuantitativismo era entonces una teoría de la demanda de dinero y poco más. Sin embargo, sus ambiciones eran ya muchas: pretendía sustituir la ortodoxia keynesiana y arrinconar sus recomendaciones de política. Se puede afirmar que Friedman tenía una metodología definida⁴, y que fundaba sus supuestos en una concepción del sujeto económico –la de la escuela de Chicago, a la que luego nos referiremos– que no era la de Keynes. Si los orígenes y la metodología eran distintos, es lógico que los desarrollos y las conclusiones lo fueran también: y eso es lo que pretendía Friedman, aunque entonces estaba lejos de lograrlo. La línea de demarcación entre keynesianos y antikeynesianos, a la que se refería Rojo, no quedaba diluida.

Un componente del modelo de Friedman era la teoría de la función de consumo (Friedman, 1957), que ponía en duda la concepción tradicional del multiplicador: si las decisiones de consumo se toman de acuerdo con el nivel de renta permanente de los decisores individuales, la eficacia de las políticas estabilizadoras de demanda será escasa. La hipótesis de la renta permanente se basaba a su vez en la teoría del capital de Irving Fisher –que ocupaba un lugar importante en la Escuela de Chicago–, la cual informaba también la teoría de la demanda de dinero. Friedman (1956b) reformuló la teoría cuantitativa para confirmar sus dudas sobre la viabilidad de las políticas estabilizadoras y para fundamentar su tesis de que el dinero es un instrumento poderoso y, por eso mismo, peligroso, que hay que manejar con precaución. Su propuesta de una tasa constante de crecimiento de la cantidad de dinero como regla de política (Friedman, 1959) adquiriría así una base sólida.

Tenía razón Rojo cuando escribía el párrafo que hemos reproducido más arriba: cuando llegó a España, el neocuantitativismo no era un modelo completo ni podía desbancar a la entonces sólida síntesis neoclásico-keynesiana. Pero se estaban sentando ya las bases de su concepción, y éstas eran suficientemente distintas de las de Keynes como para llevar a conclusiones de

política diferentes. Con todo, el monetarismo, tal como aparecía a mediados de los sesenta, sufría numerosas ambigüedades, y la crítica de Rojo era, en parte, correcta.

No lo era, sin embargo, en lo del extremado liberalismo: no porque Friedman no lo fuera (hoy no nos parecería tan extremado), sino porque su actitud liberal no era algo superpuesto al modelo, sino inscrito en él, en su concepción del hombre y de la sociedad, en su metodología y en las conclusiones de política a las que está abocado. Y aquí empezaban las dificultades: porque si el liberalismo era sólo un tinte, el esquema monetarista podía ser rescatado para la ortodoxia vigente, como Rojo sugería en el párrafo citado; pero si el modelo mismo conducía necesaria y sustancialmente a la ideología, su solidez teórica y empírica se convertían en un estorbo para la economía entonces vigente⁵.

En los años siguientes, el pensamiento monetarista se fue perfilando. Friedman intentó completar su modelo (Friedman, 1974) tomando para ello muchos elementos keynesianos, pero incorporando también no pocas novedades. Su *framework* no gustó a todos, ni siquiera a algunos monetaristas; en este sentido me parece que Brunner y Meltzer consiguieron elaborar un modelo que incorpora todas las novedades monetaristas y que discrepa sustancialmente de los tradicionales de corte IS-LM, tanto en el mecanismo de transmisión como en las conclusiones de política a que conduce⁶. Y precisamente la línea de trabajo de Brunner y Meltzer y sus seguidores permitía aclarar otros puntos hasta entonces oscuros: su concepción del hombre y de la sociedad (Brunner y Meckling, 1977), el desarrollo de su teoría monetaria (Brunner y Meltzer, 1971; Brunner, 1971), el papel de la política fiscal (Brunner, 1986a), el manejo de la política monetaria (Brunner, 1980, 1983; Brunner y Meltzer, 1983), etc. De todos modos, es de justicia reconocer que el pionero fue Friedman, y que en sus escritos se encontraba ya, al menos en germen, casi todo lo que después se fue desarrollando en la escuela. En este orden de cosas ocupa un lugar importante la conferencia que Friedman pronunció en 1967 como presidente de la American Economic Association (Friedman, 1968), que constituye una auténtica ruptura con el pensamiento convencional en materia de política económica y una clarificación definitiva de un tema hasta entonces confuso (a pesar de lo cual los bancos centrales lo ignoran frecuentemente).

A la vista de todo ello, me parece claro que, por lo menos a mediados de los años setenta, el monetarismo deja de ser una “caja negra” (una hipótesis no demostrada sobre la relación entre los cambios en la cantidad de dinero y los cambios en la renta nominal) para convertirse ya en un cuerpo de doctrina con sólidos fundamentos e importantes desarrollos teóricos, que lleva a conclusiones relevantes y que es objeto de intensa contrastación empírica⁷.

Ello no obsta para que en España –como fuera– continuase la resistencia al monetarismo, por lo menos hasta los años ochenta. A modo de ejemplo, Luis Angel Rojo reitera en “Inflación y crisis en la economía mundial. Hechos y teoría” (1976a) sus críticas sobre el contenido ideológico y sobre la falta de explicitación de la estructura teórica (aunque los primeros modelos monetaristas datan al menos de 1972). Reconoce que el monetarismo ha ido cambiando a lo largo del tiempo (págs. 50-52), pero afirma: «la rápida extensión de la influencia ejercida por la escuela monetarista (...) es, a un mismo tiempo, un ejemplo conspicuo de las virtudes proselitistas que posee la afirmación reiterada de proposiciones simplistas, y una muestra de la dificultad de seleccionar racionalmente entre las teorías alternativas en el campo del pensamiento económico» (pág. 43)⁸.

Las recomendaciones que Rojo formula en dicho libro para la economía mundial en 1974-1975 proceden, como es lógico, de un análisis que se aleja mucho del monetarismo. Lo que había que

hacer, en una recesión como aquella, era aplicar políticas expansivas de demanda. Aunque los monetaristas señalaban que una aceleración monetaria aumentaría la producción sólo en el corto plazo, y llevaría a una mayor inflación en el largo (págs. 129-130), los keynesianos aducían que a corto plazo los precios no dependen de la cantidad de dinero, sino de la inercia y del exceso de demanda en el mercado de trabajo. Ello permitía la política expansiva que Rojo proponía entonces, de modo que el crecimiento de la demanda efectiva se mantuviese por debajo de la tasa de paro no inflacionista (págs. 130-132)⁹.

Los años setenta fueron, con todo, una magnífica ocasión para ayudar a aclarar las ideas. Las políticas keynesianas –y los análisis teóricos que las sustentaban– fracasaron. «Tan pronto como la contracción (consiguiente a la primera subida de precios del petróleo y a las políticas restrictivas aplicadas) se hizo intensa, los países industriales tendieron a combatirla aplicando políticas monetarias y fiscales relativamente expansivas. En una aproximación a los problemas desde una perspectiva keynesiana, que había prevalecido en las dos décadas anteriores (...), se pensaba que el estímulo a la demanda global conduciría a una mejora de la actividad y del empleo sin alentar nuevas presiones inflacionistas. Pero los hechos se encargaron de probar que tales previsiones eran erróneas» (Rojo, 1984a, pág. 403).

Es verdad que las recomendaciones monetaristas tampoco fueron un acierto pleno, quizá porque no tuvieron en cuenta los factores del lado de la oferta. Pero, a la larga, en aquellos años aprendimos que las políticas expansivas son fugaces –cada vez más fugaces–; que no se puede intentar una sintonía precisa de las variables económicas a corto plazo; que no hay margen para la ingeniería social; que la inflación es más peligrosa de lo que se pensaba; que las políticas deben perseguir objetivos a largo plazo y conducirse con suavidad... Y, sin duda, buena parte de la revisión consiguiente acabó prestando atención a los supuestos monetaristas, al tiempo que era reivindicada la economía de mercado.

No es de extrañar, pues, el tono conciliador que fueron adoptando los economistas que en su día militaron contra el monetarismo, aunque no se puede decir que se hayan convertido a él¹⁰. Y aunque sospecho que muchos siguen sin entenderlo –al menos con el conjunto de matices que más adelante expondré–, no cabe duda de que hoy se aceptan la teoría y las recomendaciones monetaristas de un modo que parecía impensable hace sólo un cuarto de siglo.

La reacción violenta contra el monetarismo

A diferencia de los que participaban en el debate científico, que mantuvo un nivel aceptable, la descalificación y la reacción visceral fueron frecuentes a la hora de enfrentarse con el monetarismo, sobre todo en la Universidad y en la prensa. Hubo algún colega de cátedra que hacía broma con las “hermanitas de los pobres” y los “friedmanitas de los ricos”. Friedman era el asesor personal de Pinochet –nunca lo fue, pero es difícil arrancar un clisé bien arraigado–, el enemigo de los obreros, el defensor del capitalismo salvaje... Sus teorías podían ser estudiadas, pero no aceptadas, porque llevaban inexorablemente a nefastas consecuencias para el pueblo, en beneficio de los explotadores¹¹.

Es lógico preguntarse si esa descalificación no era, en los años sesenta y primeros setenta, algo gratuito. La respuesta es negativa. Los teóricos critican una teoría cuando la creen equivocada; el *establishment* intelectual lo hace cuando se trata de una doctrina peligrosa por otras razones. Y el monetarismo lo era.

En efecto, en el entorno cultural de los años cincuenta y sesenta, la Escuela de Chicago, de la que el monetarismo era una parte (aunque sólo al principio), supone un intento coherente y ordenado –no el único– de ofrecer una explicación de la economía basada en una metodología definida, un enfoque de equilibrio (marshalliano) y la racionalidad de los sujetos¹². El funcionamiento de la economía de mercado adquiriría así una elevada solidez teórica, que se apoyaba en la evidencia empírica, al tiempo que se ponían de manifiesto las limitaciones de la intervención estatal según el esquema keynesiano, decretando una estricta revisión de toda la teoría convencional de la época.

Para la “nueva izquierda”, pero también para la izquierda convencional, incluyendo a los socialistas y socialdemócratas, la Escuela de Chicago era no sólo una teoría errónea, sino, sobre todo, una herejía que socavaba los fundamentos de la crítica al capitalismo y de la viabilidad de una transformación (más o menos revolucionaria) de la sociedad sobre supuestos no liberales. Por ello, a falta de la necesaria disposición para atacar científicamente al monetarismo, se imponía la descalificación (a la que se sumaron también no pocos economistas conservadores, ignoro por qué). Y la opinión pública, que durante ese período estuvo dominada por la izquierda, abundó en esa actitud. Sirva como ejemplo la proyección de la serie “Free to choose” de Milton Friedman en Televisión Española, que iba acompañada de un debate para dar ocasión a los expertos españoles a demostrar lo “equivocado” que estaba su autor.

Los liberales

Las anteriores consideraciones nos llevan a la otra vía de entrada del monetarismo en nuestro país: la de las ideas. Aun en los años del franquismo hubo liberales en España, hombres como Federico Chueca, Luis Díez del Corral, Lucas Beltrán, Salvador Millet i Bel y Juan Sardá, por mencionar sólo algunos de los más conspicuos. Sus convicciones tenían un origen doctrinal; su interés por la economía era grande, al menos en los tres últimos, pero se fundaba en los clásicos o en la Economía Social de Mercado alemana, no en el monetarismo. Friedman, pues, era un autor aceptado entre los liberales como liberal, pero sus tesis monetarias no eran participadas por todos ellos.

Los nuevos economistas liberales que destacaron en los años sesenta y setenta tienen probablemente otra historia. Algunos llegaron procedentes de las doctrinas económicas, como Pedro Schwartz, que hizo su doctorado con Lionel (luego Lord) Robbins en la London School of Economics, y pronto se encontraron con la necesidad de dar un fundamento económico sólido a sus ideas. Otros, como ya he señalado antes, llegamos al liberalismo de la mano de la economía. De los artículos monetarios de Friedman pasamos a “Capitalismo y libertad” (Friedman, 1966b) (“Libertad de elegir”, 1980, es muy posterior, ya de los años de “aceptación” del monetarismo). Y luego –o al mismo tiempo– buscamos otras bases para la fundamentación teórica de la economía libre de mercado: los clásicos, los austríacos... Y me parece que ése era un paso necesario: los fundamentos del liberalismo de Friedman me parecieron siempre más discutibles que los de Brunner, por ejemplo, y ambos, que los de Hayek.

En ese ambiente, el Instituto de Economía de Mercado que creó Pedro Schwartz fue un reducido núcleo liberal –y monetarista– en España, con la colaboración de Francisco Cabrillo, Alfonso Carbajo, Juan del Hoyo, María Victoria Malavé, José Luis Oller, Julio Pascual y otros. Quizá no se les puede calificar a todos ellos de monetaristas, pero sí lo son algunos y, desde luego, muchas de sus publicaciones tienen claro sabor monetarista¹³. Hay que hacer referencia también

a otros economistas, como Juan José Toribio o Federico Segura¹⁴, ya citados, así como a Joaquín Trigo, y a otros que entonces ya trabajábamos en la Universidad¹⁵. Me parece que la evolución del pensamiento económico en España debe mucho al trabajo oscuro y no siempre bien considerado de algunos de ellos.

La evolución del monetarismo

Cualquiera que haga una encuesta entre los economistas españoles, sobre todo entre los jóvenes, a principios de los años noventa, llegará probablemente a la conclusión de que el número de los que se declaran monetaristas es muy reducido. Un cuarto de siglo después del “desembarco” del neocuantitativismo en España no parece haber, pues, una escuela monetarista en nuestro país. ¿Acaso los que fuimos monetaristas hace años no hemos podido –o sabido– crearla? ¿O hemos sido pocos los que nos hemos dedicado a la teoría monetaria? (y difícilmente se puede desarrollar una doctrina monetarista si no se trabaja en el campo de la teoría y de la política monetaria).

Mi opinión es que la causa principal del aparente fracaso del monetarismo como escuela en España es su propio éxito. En efecto, el monetarismo es o ha sido todas o algunas de las cosas siguientes: 1) una teoría de cómo se desarrollan los procesos monetarios; 2) una concepción de la política monetaria; 3) una teoría acerca de las fluctuaciones macroeconómicas; 4) una teoría acerca de la política económica general, y 5) una concepción metodológica, y aun filosófica, de la economía (y de la sociedad).

Veamos estos aspectos con más detalle, para explicar el éxito del monetarismo. Porque en la medida en que esto ha ocurrido, sus proposiciones se han ido incorporando al cuerpo general de conocimientos de la economía actual, y el monetarismo ha perdido al menos parte de sus caracteres diferenciales. Conviene aclarar que, en lo que sigue, actuaré con una cierta arbitrariedad, tanto al simplificar las posturas como al atribuir al monetarismo como tal lo que, en definitiva, pueden ser sólo las tesis de algunos autores¹⁶.

Los monetaristas parten de una concepción relativamente restringida del dinero (que no ha sido ampliamente aceptada en la bibliografía, como muestra la preferencia del Banco de España por un agregado extenso, los activos líquidos en manos del público), dentro de una teoría amplia de la composición de cartera, que contempla diversidad de activos, rendimientos y riesgos (cuya aceptación ha sido bastante general, al menos en la teoría, aunque los modelos keynesianos elementales suelen seguir enfrentando el dinero a los “bonos”, como representativos de todos los activos financieros). La demanda de dinero se supone que es una función estable de un conjunto restringido de variables (un tema profusamente tratado en la bibliografía, teórica y empírica, también en el Servicio de Estudios del Banco de España).

Desde el lado de la oferta, el proceso de creación de dinero se explica por la interrelación de un agregado –la base monetaria o los activos de caja– con un multiplicador de creación de dinero¹⁷ (un esquema ampliamente utilizado hoy, también por nuestro banco emisor). El control monetario se lleva a cabo principalmente a través de la base monetaria o de los activos de caja (la definición restringida de los mismos que hace el Banco de España no altera nada sustancial). Este esquema es hoy moneda frecuente en la política monetaria (aunque con notables diferencias en los detalles y mucha polémica en su aplicación).

Punto clave en las tesis monetaristas es la exogeneidad del dinero, en una economía cerrada, y la controlabilidad de la política monetaria por el banco central. Los estudios empíricos parecen

confirmar esta tesis que, en todo caso, ha pasado a ser la base de la actuación misma de la autoridad monetaria de todos los países (que no tendría sentido si el dinero no fuese suficientemente exógeno y controlable)¹⁸. Otra cosa es la exogeneidad del dinero en una economía abierta, dentro del enfoque monetario de la balanza de pagos¹⁹, que tiene también un claro fundamento monetarista: el mismo shock monetario (la discrepancia entre la cantidad nominal de dinero ofrecida y la cantidad real demandada) que está en la base del ajuste en una economía cerrada es también el arranque del ajuste en una economía abierta, y su mecanismo de transmisión es el mismo, aunque las conclusiones varían considerablemente²⁰.

Los cambios en la cantidad de dinero provocados –o no impedidos– por el banco central ponen en marcha un mecanismo de transmisión que se desarrolla mediante cambios en los precios (explícitos o no) de los activos financieros (y también de los activos reales) y, por tanto, en toda la gama de tipos de interés. El mecanismo de transmisión monetarista presenta, respecto del keynesiano, ciertas diferencias, relacionadas con la definición de dinero, la variedad de activos considerada y las supuestas relaciones de sustitución entre ellos. En concreto, Brunner y Meltzer rechazan el modelo tradicional IS-LM, que omite el mercado de crédito, al que consideran pieza clave en el proceso de transmisión²¹. También es importante la distinción entre tipos de interés nominales y reales, que se ha incorporado ya al bagaje ordinario de los teóricos y políticos monetarios.

El mecanismo de transmisión de los impulsos monetarios no es sino una parte del mecanismo macroeconómico que relaciona todas las variables económicas. Los monetaristas ponen énfasis en la distinción entre los impulsos y el mecanismo de transmisión de los mismos. Dentro de los primeros distinguen también entre perturbaciones nominales y reales, transitorias y permanentes, agregadas y específicas, esperadas y no esperadas. Esa distinción ha resultado clave en las discusiones modernas sobre los efectos de las perturbaciones y de las políticas, y se ha generalizado en otros paradigmas, como el de la nueva macroeconomía clásica.

La tesis central del monetarismo como teoría monetaria es que *money matters*, que el dinero es relevante, una afirmación que hoy nos parece perogrullesca, pero que en los años cincuenta y sesenta contrastaba con los supuestos simplistas de los primeros modelos keynesianos. Los monetaristas explicitan esa tesis diciendo que el dinero es neutral a largo plazo, pero no a corto. Esto quiere decir que los impulsos monetarios tienen efectos transitorios sobre las variables reales, y permanentes –a largo plazo– sobre las nominales. El contraste en este punto resulta patente, de un lado, con el keynesianismo tradicional, que sostiene que los impulsos monetarios tienen efectos duraderos sobre las variables reales, y, de otro, con los nuevos clásicos, que afirman la neutralidad incluso en el corto plazo, bajo ciertas condiciones.

También la evidencia empírica parece apoyar las hipótesis monetaristas. La neutralidad del dinero a largo plazo parece admitida por todos, al menos como regla general. La posibilidad de utilización de la política monetaria para provocar efectos reales a corto plazo, que tanta confianza daba a los gestores de la política económica en los años sesenta, ha entrado en crisis y, a lo más, se está dispuesto a reconocer la existencia de débiles efectos reales a corto plazo, con un ajuste costoso que se extiende a lo largo de diversos períodos. La política monetaria, que tiene efectos impulsores en un primer momento, genera una contracción en una segunda etapa (estanflación), salvo que se lleven a cabo expansiones cada vez mayores (tesis aceleracionista). En última instancia, en la medida en que la política expansiva sea prevista, sus efectos se manifestarán en los precios y no en la producción o el empleo, de modo que la política monetaria será inefectiva –salvo que haya restricciones en la información o en el proceso de ajuste (precios rígidos, contratos a largo plazo, etc.). Es interesante señalar que la discrepancia

de los monetaristas con los nuevos clásicos se da, en buena medida, en el reconocimiento de esas imperfecciones, incertidumbres y faltas de información.

Lo anterior no es sino otra forma de presentar la inexistencia de un *trade-off* a largo plazo entre la inflación y el desempleo (o el crecimiento del producto)²², defendida por vez primera por Friedman (1968) y Phelps (1970). Y nos lleva también a la conclusión de que la inflación es, a la larga, un fenómeno monetario (distinto de la subida de precios de una sola vez, que puede recoger numerosas influencias: fiscales, de tipos de cambio, de shocks de oferta, etc.). Los monetaristas rechazan, pues, los otros enfoques de la inflación –de costes, estructural, etc. O, dicho de otra manera, los impulsos monetarios son dominantes, a largo plazo, como explicaciones de la inflación; las demás influencias –cuya existencia se reconoce en todo caso–, es probable que sean transitorias y de menor importancia²³. Y todo esto ha entrado también a formar parte del bagaje ordinario de la macroeconomía, con algunos matices.

De paso, el monetarismo rechaza la tesis de la exogeneidad del nivel de precios, de amplia raigambre entre los keynesianos; sus argumentos han sido desarrollados también por los nuevos clásicos, en su crítica a las teorías basadas en la rigidez de los precios (Barro, 1979). Asimismo, los monetaristas minimizan el papel de la inercia de los precios y salarios, tan querida por nuestras autoridades monetarias (Dornbusch y Fisher, 1987). La aparente inercia se debe, en todo caso, a mecanismos de retroalimentación, dependientes, en buena medida, de las instituciones vigentes. La importancia de los factores institucionales en el impulso y en la transmisión de perturbaciones es otro de los aspectos relevantes del pensamiento monetarista (y también de otros autores, por supuesto).

Trasladándonos al más largo plazo, el crecimiento de un país depende de variables del lado de la oferta, como la dotación de factores, los cambios tecnológicos, las instituciones, las motivaciones y las “reglas del juego” económico. La política monetaria tiene un papel prácticamente nulo en ese crecimiento a largo plazo, salvo que se provoquen inflaciones elevadas y erráticas, se recurra a controles de precios y salarios²⁴ o se provoquen otras ineficiencias, en cuyo caso los efectos pueden ser importantes. Los avances de las teorías del lado de la oferta en los años setenta han venido a confirmar este punto de vista.

Todo lo dicho sugiere que la política monetaria no debe pretender conseguir efectos sobre las variables reales –tipos de interés, producción, empleo, etc.–, no porque no los tenga, sino porque son transitorios, perturban el normal funcionamiento de la economía, generan efectos contrarios a medio plazo y acaban en una inflación (Friedman, 1968). En definitiva, una política monetaria que persiga efectos estabilizadores sobre variables reales a corto plazo conseguirá resultados limitados, pero acabará siendo perturbadora a la larga. Las primeras explicaciones de Friedman (1961) ponían énfasis en los retardos variables e impredecibles con que actúa la política monetaria; posteriormente ese énfasis se ha trasladado a otro aspecto, más de fondo: la existencia de incertidumbre difusa (falta de información sobre el tipo de shock y su permanencia, sobre la estructura de la economía, sobre el estado de las expectativas del público, etc. –Brunner, 1980–), que hace aconsejable un manejo menos activo de la política monetaria.

Lo que acabamos de comentar tiene para los monetaristas un gran alcance. El ciclo económico es, probablemente, el efecto de impulsos amplificadas por el mecanismo de transmisión (una concepción ahora ampliamente aceptada). Y la causa principal de las perturbaciones cíclicas es, probablemente, un shock monetario provocado o permitido por el banco central (un extremo fuertemente discutido por los keynesianos y, más recientemente, por los teóricos del ciclo real).

En todo caso, los monetaristas ven al sector privado como esencialmente estable, que no produce perturbaciones autónomas (por cambios en la rentabilidad de la inversión o en los *animal spirits* keynesianos), sino que actúa como suavizador de perturbaciones externas. Esto quiere decir que la economía tiende a moverse, por sus propias fuerzas, alrededor de su nivel de producción normal, que las perturbaciones aleatorias que se producen tienen efectos transitorios y fácilmente corregibles, y que la actuación del sector público puede ser un factor perturbador, principalmente cuando intenta empujar la economía hacia niveles de empleo o tasas de crecimiento del producto que resultan insostenibles dadas las condiciones reales e institucionales (y de nuevo la evidencia apoya esta concepción).

Las consecuencias de lo anterior son patentes. La política monetaria en particular, y toda la política económica, en general, debe ser poco activista, sin intentar una sintonía perfecta (*fine tuning*), ni tampoco corregir los efectos de todas y cada una de las perturbaciones que se produzcan. Una política, pues, de reglas, no de discreción; y de reglas pasivas, no activistas. El caso extremo es la recomendación friedmaniana de que la cantidad de dinero crezca a una tasa constante, de acuerdo con la tasa media de crecimiento del producto potencial de la economía: no porque el dinero no sea importante, sino porque las probabilidades de error en su manejo son tan elevadas que los males de una política activista superan a sus probables beneficios, diga lo que diga la teoría de la política óptima en condiciones de certeza (o de incertidumbre no difusa)²⁵.

Los puntos de vista acerca de la estabilidad del sector privado y las recomendaciones de política que hacen los monetaristas constituyen probablemente el núcleo del rechazo de la escuela por parte de otros autores. Con todo, son muchos ya los economistas –también no monetaristas– que adoptan posturas similares; y la evidencia de los años sesenta y setenta ha contribuido a mitigar el optimismo de hace un cuarto de siglo acerca de la capacidad de la política económica para conseguir sus objetivos.

En cuanto a la gestión específica de la política monetaria, sostienen los monetaristas que ésta debe plantearse en dos etapas, utilizando la cantidad de dinero como objetivo intermedio, y la base monetaria (u otro agregado) como variable instrumental; los tipos de interés no son idóneos para esas funciones. En todo esto coinciden con algunos planteamientos de la política monetaria en los países avanzados, incluido el nuestro. Los objetivos deben ser anunciados y cumplidos, de modo que se garantice la credibilidad de la política. La independencia del banco central respecto del gobierno facilitará su tarea.

La política fiscal tiene una función que cumplir, pero no debe ser activista a corto plazo, y debe reconocer la limitación que supone su dependencia de la política monetaria, a través de la financiación de los déficit y de su impacto sobre los tipos de interés (efecto de expulsión o *crowding out*). Asimismo, se pone énfasis, de un lado, en que los efectos de la política fiscal se analicen como acciones dentro de un régimen, más que como listas de acciones sucesivas, y, de otro, en el uso de los recursos que el sector público haga frente al uso del sector privado, más que en la cuantía de los impulsos fiscales²⁶ (estos puntos de vista son compartidos por otros estudiosos de la política fiscal).

Finalmente, en el aspecto metodológico, los monetaristas parten de una concepción racional del hombre, como sujeto con recursos, evaluador y maximizador (Brunner y Meckling, 1977), acentuando la importancia de una adecuada base microeconómica, pero sin llegar a los límites de los nuevos clásicos. En concreto, prefieren el equilibrio marshalliano al walrasiano, los modelos limitados a los macromodelos, y las teorías sencillas pero con gran poder de predicción

a los modelos complejos que llevan a conclusiones detalladas. En todo caso, ponen énfasis en la necesidad de la contrastación empírica para la aceptación o rechazo de las teorías.

A la vista de todo lo anterior, podemos extraer algunas conclusiones sobre el pensamiento monetarista:

1. No es un mero redescubrimiento de la teoría cuantitativa, ni sólo una teoría de los shocks monetarios y su transmisión.
2. No es, por supuesto, radicalmente novedoso, en cuanto que su contenido se elabora a partir de una amplia variedad de aportaciones anteriores.
3. Tiene muchos elementos recibidos de Keynes, pero también se aleja considerablemente de las ideas de ese autor en otros aspectos.
4. Comparte muchos de sus puntos de vista con otras escuelas, bien porque los haya tomado de ellas, bien porque se los haya transmitido.
5. La controversia entre monetaristas y keynesianos ha quedado superada, de alguna manera: en la teoría de la política económica, por la aparición de los nuevos clásicos; en la teoría del ciclo, por la hipótesis de los ciclos reales; en la política fiscal, por los enfoques neoclásico y neoricardiano (incluidos los efectos del gasto público en el lado de la oferta y los efectos de la financiación del déficit), y, sobre todo, por el desarrollo de las expectativas racionales.

En esas condiciones, es lógico que los economistas jóvenes vean al monetarismo como una escuela del pasado, y no como algo vigente. Y, sin embargo, participan de muchos de sus puntos de vista, sin necesidad de llamarse “monetarista”. Si aún queda alguna tarea por cumplir al monetarismo, esa tarea será reivindicar una política monetaria correcta, un trabajo que comparte con los economistas formados a la sombra de las teorías de las expectativas racionales. De todo ello nos ocuparemos ahora.

El monetarismo y los nuevos clásicos

Aunque es frecuente calificar de monetaristas a los nuevos clásicos o neoneoclásicos (Lucas, Barro, Sargent, Wallace, McCallum, etc.), existen en mi opinión diferencias no desdeñables, como Hoover (1984) ha puesto de manifiesto. Es obvio que los neoclásicos parten de donde llegaron los monetaristas (de sujetos racionales maximizadores, de la relevancia de las expectativas, de la inexistencia de un *trade off* duradero entre inflación y desempleo, de la causalidad monetaria de la inflación, del probable origen monetario del ciclo, etc.), y que sus conclusiones de política son coincidentes (preferencia de las reglas frente a la discreción, deseabilidad del crecimiento monetario constante, inutilidad de las políticas estabilizadoras, relevancia del marco institucional, etc.). Pero hay también diferencias, sobre todo en los fundamentos.

En concreto, los monetaristas son marshallianos en metodología, en tanto que los nuevos clásicos son walrasianos; aquéllos se centran en el equilibrio a largo plazo, en tanto que éstos ponen énfasis en el equilibrio dinámico (que borra la distinción entre los plazos). Para los primeros, la incertidumbre y la información incompleta forma parte inevitable de nuestro entorno, en tanto que para los últimos se trata de un problema superable –al menos en teoría–, si se lleva a cabo la modelización adecuada. Los monetaristas siguen desconfiando de los

modelos detallados y prefieren un enfoque parcial, que resuelva un problema cada vez, en tanto que los nuevos clásicos suponen que con una adecuada especificación de las condiciones de partida, sus modelos –que son también sencillos, como los monetaristas– pueden llegar a ser deterministas –salvo unas perturbaciones aleatorias que, por definición, serán ruido blanco.

De todos modos, la deuda científica de los nuevos clásicos con los monetaristas es patente (Cuervo-Arango, 1984). No hubiesen podido surgir si no hubiese existido Friedman y su escuela, si bien, como suele pasar siempre con los hijos, han acabado fundando su propio “hogar” y desarrollando su propia línea de pensamiento. En todo caso, las conclusiones están en continuidad con el monetarismo, y no son, en modo alguno, un regreso a las posturas keynesianas.

Es obvio que no todos los que usan expectativas racionales en sus modelos enlazan con el monetarismo. Pero sí lo hacen, habitualmente, los que estudian la teoría y la política monetaria, como Carlos Cuervo-Arango, José Antonio Trujillo y Alfonso Novales, que desarrollan también una sana crítica al modo como se lleva a cabo la política monetaria en España.

¿Es monetarista la política monetaria en España?

Cuando hace unos años Javier Irastorza (1986) se preguntaba si la política monetaria del Banco de España ha sido monetarista, su respuesta era negativa. Y estoy plenamente de acuerdo con él. El propio banco central ha tenido particular cuidado en dejar claro que su política monetaria no supone adhesión alguna al monetarismo²⁷. Lo cual no obsta para que su deuda con el monetarismo sea patente, ya que muchos de los aspectos de la política monetaria desarrollada desde principios de los setenta tienen su origen en aportaciones de autores de esa escuela –aunque no sólo de ellos–: el mismo reconocimiento de la relevancia del dinero y de la inflación como fenómeno monetario²⁸, el planteamiento bietápico de la política monetaria, la distinción –no siempre admitida– entre objetivos e indicadores a diversos niveles (Brunner, 1969); la necesidad de controlar un agregado monetario y no un tipo de interés, como objetivo intermedio (y otro como variable instrumental); la conveniencia de fijar objetivos periódicos, anunciarlos y cumplirlos; el fundamento del proceso en una demanda de dinero estable, etc., son puntos importantes del pensamiento monetarista, compartidos en mayor o menor medida por nuestro banco emisor²⁹.

Y la lectura de los textos de nuestro banco central sugiere que, en efecto, esos principios se tienen en cuenta, al menos tendencialmente. Ahora bien: hay otros muchos puntos en que la política monetaria seguida en España se separa de una línea monetarista. Y, en mi opinión, es en esos puntos donde está equivocada. En efecto, he señalado ya en otros lugares³⁰ que la política monetaria española resulta excesivamente activista. Su objetivo teórico ha sido, en los años recientes, la estabilidad interna y externa –es decir, moderar la inflación y conseguir el equilibrio de los pagos exteriores. Pero sobre una tendencia decreciente de la tasa de crecimiento de un agregado monetario, para reducir la inflación, el Banco de España ha practicado expansiones monetarias relativas, desplazándose a la parte superior de la banda de objetivos, e incluso más allá, a fin de reducir los tipos de interés, siempre que la evolución de la inflación y del tipo de cambio de la peseta lo permitían, y ha provocado contracciones monetarias relativas cuando la peseta se veía sometida a presiones especulativas depreciadoras, o cuando la inflación se aceleraba.

El resultado ha sido una política monetaria con un sesgo inflacionista e innecesariamente inestable, que ha alargado los períodos de expansión de la liquidez, olvidando el retardo con que actúa la política monetaria, por lo que ha tenido que practicar también contracciones demasiado acentuadas; ha acomodado las expansiones reales, pero también algunas elevaciones de precios (incluso las debidas a depreciaciones y a subidas de impuestos), en contra de toda ortodoxia; ha incrementado la volatilidad de los tipos de interés; ha contribuido negativamente a la estabilidad de los mercados financieros, pese a ser ése uno de sus objetivos (aunque no explícito), y ha hecho también más imprevisible la propia política monetaria, creando expectativas perversas en el mercado y dando lugar a una situación de las reglas del juego que resulta excesivamente intervencionista e innecesariamente perturbadora³¹.

Este análisis no es compartido, por supuesto, por nuestra autoridad monetaria, que sostiene la necesidad de una política flexible, no dogmática, de “mirarlo todo”, con una amplia banda de objetivos –no vinculante–, que cambie de objetivo intermedio cuando resulta oportuno o lo redefina de acuerdo con las circunstancias. Todo esto parece muy razonable, pero no lo es, y señalarlo fue, en su día, el mérito de la crítica monetarista.

Conclusiones

¿Ha tenido éxito el monetarismo en España? Los que lo somos –o lo hemos sido– no pasamos de ser un puñado, sin aparente influencia en la gestión de la política monetaria y sin haber creado escuela en la Universidad, al menos por ahora³².

Y sin embargo, el monetarismo ocupa un lugar importante en el pensamiento macroeconómico de los años sesenta a ochenta de nuestro siglo. Gracias a él, muchos economistas recibieron –recibimos– una sana inyección de fe en la economía de mercado y de escepticismo acerca de la viabilidad de las políticas vigentes hace un cuarto de siglo, cuando más falta hacía una y otra cosa. Y si es verdad que hoy no nos calificamos de “monetaristas” frente a los “keynesianos”, ello se debe, sin lugar a dudas, a que el monetarismo sirvió de revulsivo, junto con otras escuelas, para remozar la teoría convencional.

Quizá los jóvenes economistas de hoy no se declaren monetaristas. Pero lo son –como aquel personaje que se maravillaba de haber estado hablando en prosa durante toda su vida, sin saberlo. Y los monetaristas hemos tenido que cambiar muy poco nuestra manera de pensar, cosa que otros no pueden decir. Claro que esto no es mérito personal nuestro, sino, a menudo, la suerte de haber tenido acceso a las ideas correctas en el momento oportuno de nuestra carrera profesional.

Referencias

- Ackley, G. (1965), «Macroeconomía», Uteha, México.
- Argandoña, A. (1972), «La teoría monetaria moderna», Ariel, Barcelona.
- Argandoña, A. (1976), «Inflación hoy, aquí, ahora», en P. Fabra et al., «La empresa ante la crisis económica», Dopesa, Barcelona.
- Argandoña, A. (1977), «Mr. Hicks, la inflación de salarios y el monetarismo», *Cuadernos de Ciencias Económicas y Empresariales*, 1.
- Argandoña, A. (1981), «La teoría monetaria moderna. De Keynes a la década de los ochenta», 2ª ed., Ariel, Barcelona.
- Argandoña, A. (1985), «La política monetaria en España, 1973-1984. Aportaciones a un debate pendiente», *Información Comercial Española*, 617-618, enero-febrero.
- Argandoña, A. (1986), «Política de tipo de cambio y política monetaria en España», *Información Comercial Española*, 639, noviembre.
- Argandoña, A. (1987a), «Ensayos sobre política monetaria española», Orbis, Barcelona.
- Argandoña, A. (1987b), «Análisis económico y política monetaria en los Informes del Banco de España, 1973-1983», en Argandoña (1987a).
- Argandoña, A. (1987c), «Tres años de control de los activos líquidos en manos del público», *Papeles de Economía Española*, 32.
- Argandoña, A. (1987d), «La política monetaria y los tipos de interés», en «La Política Monetaria en España», FEDEA, Madrid.
- Argandoña, A. (1989), «El conflicto entre la política monetaria y la peseta», presentado al Seminario sobre Política monetaria e inestabilidad financiera, FUNDES-Club de los Noventa, diciembre (en proceso de publicación).
- Barro, R. J. (1979), «Second Thoughts on Keynesian Economics», *American Economic Review*, nº 89, mayo.
- Boyer, M. (1971), «La interacción entre procesos monetarios y reales: la controversia teórica y la evidencia empírica en el caso español», en Rojo (1971b).
- Brimmer, A. F. (1983), «Monetary Policy and Economic Activity: Benefits and Costs of Monetarism», *American Economic Review*, 73, mayo.
- Brunner, K. (ed.), (1969), «Targets and Indicators of Monetary Policy», Chandler, San Francisco.
- Brunner, K. (1971a), «A Survey of Selected Issues in Monetary Theory», *Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik*, 107.
- Brunner, K. (1971b), «La revolución monetarista en teoría monetaria», en Rojo (1971b).
- Brunner, K. (1973), «A Diagramatic Exposition of the Money Supply Process», *Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik*, diciembre.
- Brunner, K. (1975), «Comment», *The Journal of Law and Economics*, 18, diciembre.
- Brunner, K. (1980), «The Control of Monetary Aggregates», en «Controlling Monetary Aggregates III», Federal Reserve Bank of Boston, Boston.

- Brunner, K. (1983), «The Pragmatic and Intellectual Tradition of Monetary Policymaking and the International Monetary Order», *Schriften des Vereins für Sozialpolitik*, 138.
- Brunner, K. (1986a), «Fiscal Policy in Macro Theory: A Survey and Evaluation», en R. W. Hafer (ed.), «The Monetary Versus Fiscal Policy Debate», Rowman and Allanheld, Nueva York.
- Brunner, K. (1986b), «¿Ha fracasado el monetarismo?», *Papeles de Economía Española*, 28.
- Brunner, K. y W. H. Meckling (1977), «The Perception of Man and the Conception of Government», *Journal of Money, Credit, and Banking*, 9, febrero.
- Brunner, K. y A. H. Meltzer (1964), «Some Further Investigations of Demand and Supply Functions for Money», *Journal of Finance*, mayo.
- Brunner, K. y A. H. Meltzer (1971), «The Uses of Money: Money in the Theory of an Exchange Economy», *American Economic Review*, 61, diciembre.
- Brunner, K. y A. H. Meltzer (1972), «A Monetarist Framework for Aggregate Analysis», *Kredit und Kapital*.
- Brunner, K. y A. H. Meltzer (1976), «An Aggregative Theory for a Closed Economy», en J. L. Stein (ed.), «Monetarism», North Holland, Amsterdam.
- Brunner, K. y A. H. Meltzer (eds.) (1978), «The Problem of Inflation», *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 8.
- Brunner, K. y A. H. Meltzer (1983), «Strategies and Tactics for Monetary Control», *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 18, primavera.
- Brunner, K. y A. H. Meltzer (1988), «Money and Credit in the Monetary Transmission Process», *American Economic Review*, 78, mayo.
- Burger, A. E. (1971), «The Money Supply Process», Wadsworth, Belmont.
- Cabrillo, F. (1989), «The Single Community Currency: A Comment on the Delors Report», en R. Vaubel et al., «A Citizen's Charter for European Monetary Union», The Bruges Group, Londres.
- Cabrillo, F. y F. Segura (1979), «Dinero y libertad económica. Una crítica del control de cambios en España», *Instituto de Economía de Mercado*, Madrid.
- Cagan, P. (1965), «Determinants and Effects of Changes in the Stock of Money, 1857-1960», National Bureau of Economic Research, Nueva York.
- Comité Paralelo de Política Económica para Europa (1981), «Una economía maniatada. El problema económico español: algunos pasos para su solución», junio-julio, Instituto de Economía de Mercado, Madrid.
- Cuervo-Arango, C. (1984), «El monetarismo novísimo o la nueva macroeconomía clásica», *Hacienda Pública Española*, 89.
- Cuervo-Arango, C. (1987), «Sobre el uso y abuso de los agregados monetarios en España», en «La Política Monetaria en España», FEDEA, Madrid.
- Cuervo-Arango, C. y J. A. Trujillo (1987), «La política monetaria y la evolución reciente de los flujos financieros», *Papeles de Economía Española*, 32.
- Dornbusch, R. y S. Fischer (1987), «Macroeconomics», 4ª ed., McGraw-Hill, Nueva York.
- Eucken, W. et al. (1963), «La economía de mercado», Sociedad de Estudios y Publicaciones, vol. 2, Madrid.

- Ezquiaga, I. (1989), «Intervención y estabilidad de los tipos de interés», presentado al Seminario sobre política monetaria e inestabilidad financiera, FUNDES-Club de los Noventa, diciembre (en fase de publicación).
- Frenkel, J. y H. G. Johnson (1976), «The Monetary Approach to the Balance of Payments», Allen and Unwin, Londres.
- Friedman, M. (1949), «The Marshallian Demand Curve», *Journal of Political Economy*, 57, diciembre.
- Friedman, M. (ed.) (1956a), «Studies in the Quantity Theory of Money», University of Chicago Press, Chicago.
- Friedman, M. (1956b), «The Quantity Theory of Money: A Restatement», en Friedman (1956a).
- Friedman, M. (1957), «A Theory of the Consumption Function», Princeton University Press, Princeton.
- Friedman, M. (1958), «La metodología de la economía positiva», *Revista de Economía Política*, mayo-diciembre.
- Friedman, M. (1959), «A Program for Monetary Stability», Fordham University Press, Nueva York.
- Friedman, M. (1961), «The Lag in the Effect of Monetary Policy», *Journal of Political Economy*, octubre.
- Friedman, M. (1963), «Inflation: Causes and Consequences», Asia Publishing House, Bombay.
- Friedman, M. (1966a), «La teoría de los precios», Alianza Editorial, Madrid.
- Friedman, M. (1966b), «Capitalismo y libertad», Rialp, Madrid.
- Friedman, M. (1966c), «Oferta de dinero y variaciones de los precios y producción», *Información Comercial Española*, agosto-septiembre.
- Friedman, M. (1966d), «Discusión de la brecha inflacionista», *Información Comercial Española*, agosto-septiembre.
- Friedman, M. (1968), «The Role of Monetary Policy», *American Economic Review*, 58, marzo.
- Friedman, M. (1974), «A Theoretical Framework for Monetary Analysis», en R. J. Gordon (ed.), «Milton Friedman's Monetary Framework: A Debate with his Critics», University of Chicago Press, Chicago.
- Friedman, M. y R. Friedman (1980), «Libertad de elegir», Grijalbo, Barcelona.
- Friedman, M. y L. J. Savage (1960), «Estudio de las elecciones que implican un riesgo, a la luz de la teoría de la utilidad», en G. J. Stigler y K. E., Boulding (eds.), «Ensayos sobre la teoría de los precios», Aguilar, Madrid.
- Gutián, M. (1975), «La balanza de pagos como fenómeno monetario: Evidencia empírica en España», *Revista Española de Economía*, mayo-agosto.
- Hoover, K. D. (1984), «Two Types of Monetarism», *Journal of Economic Literature*, 22, marzo.
- Irastorza, J. (1986), «Guía (introdutoria y breve) del monetarismo», *Papeles de Economía Española*, 28.
- Johnson, H. G. (1972), «The Monetary Approach to the Balance of Payments», en H. G. Johnson, «Further Essays in Monetary Economics», Allen and Unwin, Londres.

- Lerena, L. A. (1976), «Teoría monetaria de la balanza de pagos. Introducción y selección de artículos», *Revista Española de Economía*, septiembre-diciembre.
- Lindbeck, A. (1973), «La economía política de la “nueva izquierda”», Alianza Editorial, Madrid.
- Meade, J. E. (1934), «The Amount of Money and the Banking System», *Economic Journal*, 44, marzo.
- Morrison, G. R. (1966), «Liquidity Preferences of Commercial Banks», University of Chicago Press, Chicago.
- Nobay, A. R. y H. G. Johnson (1977), «Monetarism: A Historic-Theoretic Perspective», *Journal of Economic Literature*, 15, junio.
- Novalés, A. (1987a), «La controlabilidad de los agregados monetarios», *Papeles de Economía Española*, 32.
- Novalés, A. (1987b), «Un análisis de los multiplicadores monetarios en España», *Documentos de Trabajo*, nº 8701, FEDEA.
- Novalés, A. (1989), «Control monetario y desinformación», presentado al Seminario sobre política monetaria e inestabilidad financiera, FUNDES-Club de los Noventa, diciembre (en fase de publicación).
- Novalés, A. y J. A. Trujillo (1987), «El objetivo monetario», *Documentos de Trabajo*, nº 8.714, FEDEA.
- Phelps, E. M. (1970), «The New Microeconomics in Employment and Inflation Theory», en E. M. Phelps (ed.), «Microeconomic Foundations of Employment and Inflation Theory», Norton, Nueva York.
- Poveda, R. (1972), «La creación de dinero en España, 1956-1970. Análisis y política», Instituto de Estudios Fiscales, Madrid.
- Reder, M. W. (1982), «Chicago Economics: Permanence and Change», *Journal of Economic Literature*, 20, marzo.
- Rojo, L. A. (1965), «Keynes y el pensamiento macroeconómico actual», Tecnos, Madrid.
- Rojo, L. A. (1971a), «El nuevo monetarismo», en Rojo, (1971b).
- Rojo, L. A. (ed.) (1971b), «El nuevo monetarismo», Instituto de Estudios Fiscales, Madrid.
- Rojo, L. A. (1976a), «Inflación y crisis en la economía mundial. Hechos y teoría», Alianza Editorial, Madrid.
- Rojo, L. A. (1976b), «Objetivos de la política monetaria», *Banca Española*, 81, noviembre.
- Rojo, L. A. (1980), «Keynes y los problemas de hoy», *Papeles de Economía Española*, 2.
- Rojo, L. A. (1984a), «La economía ante dos crisis», *Papeles de Economía Española*, 21.
- Rojo, L. A. (1984b), «Keynes, su tiempo y el nuestro», Alianza Editorial, Madrid.
- Rojo, L. A. (1986), «Discurso pronunciado en el acto de recepción del Premio Rey Juan Carlos de Economía, instituido por la Fundación Celma Prieto», Banco de España, Madrid.
- Rojo, L. A. y J. Pérez (1977), «La política monetaria en España: Objetivos e instrumentos», *Estudios Económicos*, serie A, nº 10, Banco de España.
- Sampedro, J. L. (1976), «La inflación en versión completa», Planeta, Madrid.
- Schwartz, P. (1978), «Libertad y prosperidad. Una política de desarrollo antiinflacionista para España (1979-1981)», Instituto de Economía de Mercado, Madrid, noviembre.

- Schwartz, P. (1979), «La autoridad monetaria ante la inflación y el paro», en *Paro e inflación*, Centro de Estudios y Comunicación Económica, Madrid.
- Segura, F. (1979), «La nueva política monetaria española: Un análisis crítico», Servicio de Estudios del Banco Urquijo, Barcelona.
- Toribio, J. J. (1969), «Repressed Inflation and the Demand for Money», tesis doctoral, University of Chicago.
- Toribio, J. J. (1974), «Repressed Inflation, Interest Rates, and the Demand for Money», IESE Research Paper, nº 2.
- Toribio, J. J. (1977), «Prólogo a la edición española» de P. Einzig, «Manual de Política Monetaria», EUNSA, Pamplona.
- Trujillo, J. A. (1989), «Problemática general del control monetario», *Suplementos del Sistema Financiero de Papeles de Economía Española*, 25.
- Tugores, J. (1980), «Oferta de dinero, mercado de crédito, renta y precios: Un ensayo sobre el mecanismo de transmisión», tesis doctoral inédita, Universidad de Barcelona.

NOTAS

¹ El artículo de M. Friedman «La metodología de la economía positiva» había sido traducido antes (Friedman, 1958); poco después se publicó en castellano su artículo con L. J. Savage (Friedman y Savage, 1960). La traducción de «La teoría de los precios» data de 1966, lo mismo que «Capitalismo y libertad» (Friedman, 1966a, 1966b). Pero todo esto no es la teoría monetarista, aunque sí su soporte.

² (Toribio, 1969); cfr. también (1974, 1977).

³ La mayoría de los textos que utilizábamos en aquellos años, como el muy divulgado de Gardner Ackley (1965), ni siquiera mencionaban la teoría neocuantitativa.

⁴ Friedman (1958) (el original es de 1953). Véase también Friedman (1949).

⁵ Poco después Rojo se reafirmaba en sus críticas, en un conocido artículo titulado «El nuevo monetarismo» (Rojo, 1971a). «Resulta difícil precisar –afirmaba– la posición teórica del nuevo monetarismo, porque carece de una teoría monetaria propiamente dicha» (pág. 22). Si por teoría monetaria se entendía un modelo completo, la crítica era correcta en aquellos momentos. Pero si una teoría monetaria incluye por lo menos una teoría de la oferta y de la demanda de dinero y un mecanismo de transmisión de los impulsos monetarios a las variables nominales y reales, mi opinión es que ya estaba suficientemente diseñada a finales de los años sesenta, como expliqué ampliamente en la primera edición de «La teoría monetaria moderna» (Argandoña, 1972). Se puede recordar también aquí la crítica de Boyer (1971), que no pareció entender entonces toda la profundidad de los temas que se estaban debatiendo.

⁶ Cfr. Brunner y Meltzer (1976). Este es sólo uno de los más desarrollados modelos de esos autores, que arrancan probablemente de Brunner y Meltzer (1972).

⁷ Se puede discutir si la teoría es original o no, y cuál es su deuda con Keynes. La postura que se adopte será siempre cuestión de gustos; en todo caso, me parece que hay numerosos puntos que difieren de la concepción de Keynes –sobre todo en los fundamentos de sus respectivas teorías– y de los keynesianos, al menos tal como éstos se presentaban cuando Friedman empezó a elaborar su teoría. Otra cosa es que la discrepancia entre ambas escuelas se haya reducido considerablemente, como señalaremos más adelante.

⁸ Más adelante afirma Rojo que «la aceleración monetaria se produjo, revistió gran intensidad y tuvo como origen principal, aunque no único, el grave desequilibrio de los pagos internacionales en el período. Para la escuela monetarista, éste sería el principio y el fin de la explicación de las perturbaciones de la economía mundial en el período» (págs. 92-93). Una tesis difícil de admitir cuando se lee a los monetaristas: nada más lejos de ello, por ejemplo, que los *position papers* preparados para el Shadow Open Market Committee que fundó Karl Brunner.

⁹ Véase un tratamiento similar en Rojo (1976b). Es interesante hacer notar que el mecanismo de las expectativas, al que los monetaristas concedían notable importancia, no figura en el análisis que Rojo lleva a cabo.

¹⁰ Cfr., por ejemplo, Rojo (1980; 1984a; 1984b, cap. 7; 1986), como una muestra de esa aceptación de la teoría monetarista.

¹¹ Ese tono despectivo no se ha olvidado. Aún hoy en día, si se desea criticar al Banco de España, se le acusa de practicar una política “monetarista”. Y es curioso, porque esa crítica coincide precisamente con la del monetarismo: la política monetaria resulta demasiado activa y perturbadora, por lo que debe evitarse utilizarla con fines estabilizadores a corto plazo. Es igual: la prensa o el hombre de la calle han acabado por identificar monetarismo con desorden en la política monetaria, que es exactamente lo contrario de lo que la escuela defiende.

¹² Véase una excelente descripción e interpretación de dicha escuela, su origen, consolidación y desarrollo, en Reder (1982).

¹³ Cfr., por ejemplo, Schwartz (1978, 1979), Cabrillo y Segura (1979), Cabrillo (1989). Especial mención merece el estudio del Comité Paralelo de Política Económica para Europa (1981) elaborado por Pedro Schwartz, Francisco Cabrillo, María Victoria Malavé y José Luis Oller. Se trata de una monografía sobre los problemas económicos del momento, dirigido a consolidar la economía de mercado en España, y cuyos diagnósticos y recomendaciones en el plano macroeconómico y monetario son netamente monetaristas.

¹⁴ Segura (1979) escribió la primera crítica seria a la política monetaria del Banco de España.

¹⁵ Cfr. Argandoña (1976, 1977, 1981, 1987a, 1987b).

¹⁶ Pueden verse descripciones de los rasgos aquí reseñados en Brunner (1971c, 1986b), Nobay y Johnson (1977) y Argandoña (1981).

¹⁷ Este esquema se remonta a Meade (1934), y se completa con las aportaciones de autores monetaristas, como Friedman (1959), Brunner y Meltzer (1964), Cagan (1965), Morrison (1966), Burger (1971), Brunner (1973), etc. Cuando Raimundo Poveda (1972) menciona las fuentes intelectuales de su trabajo sobre la oferta de dinero en España, hace referencia a esa pluralidad de fuentes (incluyendo también a los economistas del Banco de la Reserva Federal de Sant Louis, Goodhart y otros).

¹⁸ Los monetaristas han contribuido también, junto con otros autores, a desarrollar la explicación última de la creación de dinero como un proceso en el que están involucradas las instituciones y las motivaciones de los políticos y funcionarios del banco central. Cfr., por ejemplo, Brunner (1975). Esta apertura a la “economía política” es uno de los signos distintivos de la escuela.

¹⁹ Cfr., por ejemplo, H. G. Johnson (1972); Frenkel y Johnson (1976).

²⁰ Particularmente relevantes para nosotros son el artículo de Manuel Guitián (1975) y la selección de artículos llevada a cabo por Luis A. Lerena, con una introducción suya (1976). Permitaseme otro recuerdo personal, acerca de las dificultades con que se encontró este enfoque a la hora de ser admitido en España. En 1972, un conocido catedrático me pidió un breve informe sobre la evolución previsible de la balanza de pagos española hasta 1985, para su inclusión en un informe colectivo. Lo elaboré, siguiendo el artículo de Johnson, y fue a parar a la papelera, porque a la sazón la postura admitida era que la economía española sólo podía tener un déficit creciente, a tenor del crecimiento económico esperado.

²¹ Una muestra reciente es Brunner y Meltzer (1988).

²² La inexistencia de un *trade-off* a largo plazo justificaría el no recurso a políticas monetarias expansivas para combatir el paro. Pero los monetaristas alegan también que los costes de la inflación son elevados, pues se trata de un proceso irregular y poco creíble, que distorsiona la asignación de recursos y acaba perjudicando las posibilidades de crecimiento. De ahí que sostengan también la conveniencia de reducir la inflación, cuando ésta ha crecido por cualquier razón.

²³ Véase el número monográfico de la *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, nº 8 (Brunner y Meltzer, 1978), sobre «The problem of inflation».

²⁴ La oposición monetarista a la política de rentas se basa no en razones ideológicas, como algunos creen, sino en las dudas sobre las motivaciones del gobierno, así como en el rechazo de la inercia de precios y salarios en que se funda dicha política.

²⁵ Los monetaristas comparten con otras escuelas, como los austríacos o los de la elección pública, la prevención hacia las motivaciones desinteresadas, la información perfecta y la capacidad de gestión de los objetivos que se fijan las mismas autoridades.

²⁶ El artículo de K. Brunner (1986a) es muy ilustrativo de la evolución del pensamiento monetarista sobre el tema, así de como sus diferencias con otros autores.

²⁷ La referencia obligada es Rojo y Pérez (1977).

²⁸ Aunque éste fue un descubrimiento relativamente tardío del Banco de España, que aceptó la inflación de costes y argumentos similares en los años de mayor virulencia de la inflación en España, resistiéndose a reconocer la causalidad monetaria de la inflación. Sobre este tema, cfr. Argandoña (1985).

²⁹ Brimmer (1983) señala la deuda que las autoridades monetarias tienen con el monetarismo.

³⁰ Cfr. Argandoña (1985, 1986, 1987a, 1987b, 1987c, 1987d, 1989).

³¹ Otros autores han desarrollado éstas y otras críticas a la política monetaria española reciente. Cfr. Segura (1979), Ezquiaga (1989), Novales (1987a, 1987b, 1989), Trujillo (1989), Novales y Trujillo (1987), Cuervo-Arango (1987), Cuervo-Arango y Trujillo (1987).

³² También es verdad que en la macroeconomía teórica, España no presenta ninguna escuela consolidada, sino más bien economistas trabajando más o menos aisladamente.