

Luis Guillermo Vélez Alvarez

Departamento de Economía

Post-grado Política Económica

Facultad de Ciencias Económicas

Universidad de Antioquia

La pradoja de Gibson y el dilema de la política monetaria

Lecturas de Economía. No. 28, Medellín, enero-abril de 1989. pp. 77-90.

● **Resumen.** *El mecanismo mediante el cual las variaciones en la cantidad nominal de dinero transmiten su efecto sobre el sistema económico es central en la teoría de la política monetaria. La tendencia alcista del nivel de precios indicaría, en primer término, el ajuste de la economía a un exceso de oferta monetaria. Pero si se acompaña de tensiones alcistas en el mercado de fondos prestables, tal conclusión deja de ser evidente puesto que dichas tensiones pueden, por su parte, ser el reflejo de una insuficiencia de liquidez real. La política monetaria se ve así enfrentada a un dilema que no siempre es fácil de resolver. El artículo explora, con un aparato analítico simple, esta cuestión y muestra que no siempre resulta posible determinar inequívocamente la orientación que se le debe imprimir a la gestión monetaria.*

● **Abstract.** *The mechanism by means of which changes in the nominal quantity of money affect the economic system is a focal point in the theory of monetary policy. The increasing tendency of the general price level would indicate, in the first place, the adjustment of the economy to an excess of money supply. But, if at the same time we find increasing tendencies in the securities market, this conclusion is not as obvious since such pressures can, partly, reflect scarcity of real liquidity. Monetary policy is thus confronted with a dilemma not always easy to solve. This article explores this matter with simple analytical tools, and shows how it is not always possible to determine without mistake the direction which should be given to monetary action.*

-Introducción, 79. -I. La paradoja de Gibson en el modelo IS-LM, 81. -II. Interés real, interés nominal y tasa de inflación, 84. -III. La inflación no monetaria y la endogeneidad de dinero, 86. -Conclusión, 88.

INTRODUCCION

La existencia de una correlación positiva entre los cambios en el nivel de precios y las variaciones en las tasas de interés plantea, a la política monetaria, un dilema que no siempre es fácil de resolver. Sin entrar en detalles sobre las teorías de los determinantes de las tasas de interés, intuitivamente parece razonable pensar que su tendencia al alza, como en la reciente experiencia colombiana, sea atribuible, al menos en parte, a una insuficiencia de liquidez real que, para cierto nivel de precios, se explicaría, en última instancia, por una insuficiencia de liquidez nominal. Los banqueros y los hombres de negocios se han inclinado, tradicionalmente, por este punto de vista.

Ahora bien, si al mismo tiempo se presenta una tendencia alcista de precios, resulta natural pensar que la demanda agregada excede las posibilidades de la oferta real, situación que es explicada por una oferta monetaria excesiva que los agentes privados tratan de ajustar a sus

necesidades reales de liquidez. Los ministros de hacienda y los banqueros centrales adoptan, regularmente, este punto de vista y obran en consecuencia.

Se trata, evidentemente, de una situación bastante extraña: la oferta de dinero es deficitaria y excedentaria al mismo tiempo, dependiendo la apreciación del mercado considerado. Naturalmente, para un bien cualquiera, que sea transado en dos mercados separados espacial o temporalmente, demandas excedentarias de signos opuestos generarían las operaciones de arbitraje bien conocidas por los especuladores.

Frente a cifras que parecen brindar apoyo a ambas posturas, las posiciones encontradas se esfuerzan por desligar lo que ocurre en alguno de los mercados de las influencias monetarias más directas; tratando, al mismo tiempo, de establecer una causalidad unidireccional allí donde probablemente hay una interdependencia.

Así, la inflación se explicaría por "factores de oferta", que parecen incluir desde las persistencias inerciales de la misma inflación hasta las insuficiencias sectoriales de la producción. En todo caso, la oferta monetaria jugaría un papel enteramente pasivo al ser sus cambios inducidos por las necesidades crecientes de liquidez generadas por una alza de precios de origen no monetario. El control de la liquidez se reflejaría, mas que sobre los precios, en un agravamiento de las condiciones del crédito, lo que de afectar la producción real, el sector de alimentos en particular, acentuaría la tensión inflacionaria.

Un aforismo cuya redondez parece eximir, a quien lo profiere, de toda explicación suplementaria sintetiza el punto de vista de la autoridad monetaria: "la inflación es el precio del dinero y el interés es el precio del crédito". Sin que en ello se agote el inescrutable sentido de la sentencia, de ella parece derivarse la conclusión según la cual el endurecimiento de las condiciones en el mercado de crédito, las altas tasas de interés, en especial, es una consecuencia de las elevadas tasas de inflación. Cuando esta sea controlada, mediante una política monetaria restrictiva, por ejemplo, las tasas de interés nominales se reducirán en la medida en que la inflación anticipada que en ellas se incorpora sea menor.

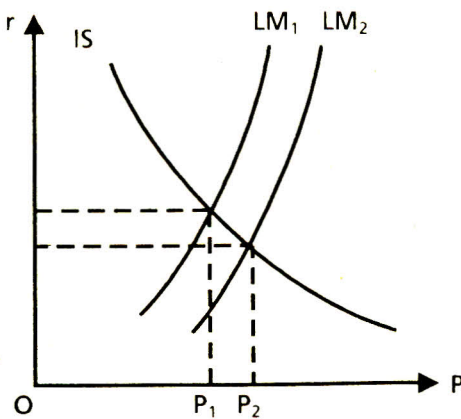
El problema en discusión es difícil e importante. Lo primero, porque tiene que ver con esa especie de "caja negra" que en teoría monetaria se denomina el mecanismo de transmisión; lo segundo, porque la diferencia en el diagnóstico conduce a diferentes terapéuticas y una equivocación en este campo, aunque puede ser nefasta para la economía nacional, en nada contribuiría al esclarecimiento de la teoría.

I. LA PARADOJA DE GIBSON EN EL MODELO IS-LM

La situación descrita, la correlación positiva entre la inflación y los movimientos de las tasas de interés, se conoce en la literatura económica con el nombre de paradoja de Gibson¹. Se habla de paradoja por cuanto ciertas interpretaciones de la teoría cuantitativa pretendían que la tendencia alcista de los precios debía asociarse a tasas de interés bajas que estimulaban las demandas de inversión y consumo, frente a una oferta real relativamente inelástica.

Las curvas IS-LM son, ordinariamente, definidas en el plano interés-ingreso. Si la elasticidad del producto real la suponemos bastante cercana a cero, podemos definir nuestras curvas en el plano interés-precio. Nada, por supuesto, ha cambiado hasta ahora, las curvas tienen sus pendientes

Figura 1



ordinarias: positiva la LM y negativa la IS. Un desplazamiento de la primera, ocasionado, por ejemplo, por una variación en la oferta monetaria, generará cambios, en direcciones opuestas, del nivel de precios y la tasa de interés. Esto es lo que los manuales y los profesores de macroeconomía enseñan en las primeras lecciones: variaciones en la oferta monetaria modifican los precios y la tasa de interés en direcciones opuestas.

En el mismo diagrama pueden representarse lo que serían las versiones extremas de las posiciones consideradas. Basta imaginar una curva IS horizontal, para restringir a los precios el efecto pleno del impulso monetario, y hacerla vertical, siempre en el plano r-p, si queremos que todo el efecto se refleje en la tasa de interés. Las figuras 2 y 3 ilustran estos extremos:

Figura 2

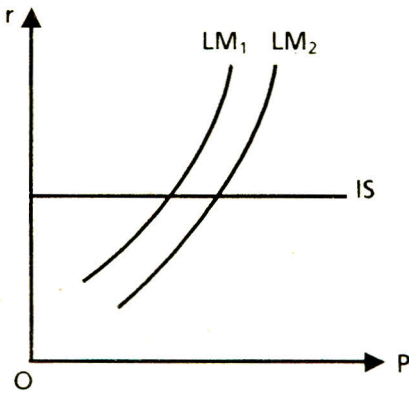
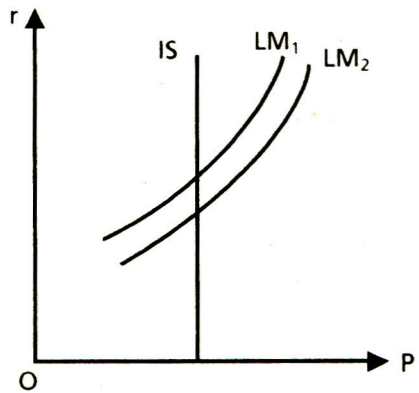


Figura 3



Ahorrémonos la racionalización de estos casos triviales y consideremos, mejor, la situación que ilustra la incómoda paradoja. Una curva IS con pendiente positiva, en el plano r-p, es suficiente para obtener ese resultado. Pero aún así son concebibles dos casos, según que la pendiente de la IS sea mayor o menor que la pendiente de la LM. Las figuras 4 y 5 ilustran estos casos.

Figura 4

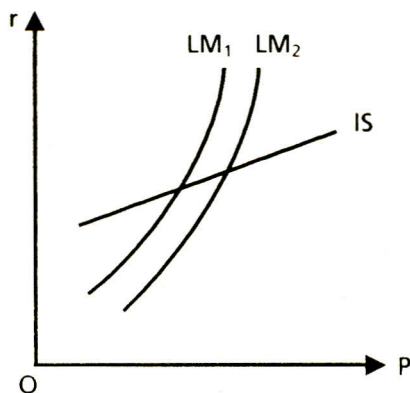
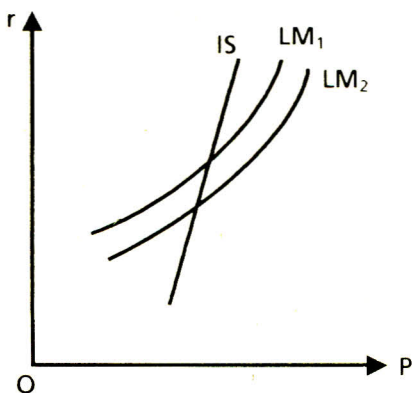


Figura 5



El dilema de la política monetaria es nítidamente explicitado en esas figuras. En la situación representada en la figura 4 la restricción monetaria, que desplaza hacia la izquierda la curva LM, reduce simultáneamente la tasa de interés y el nivel de precios. La figura 5, por su parte, ilustra una situación en la cual la expansión de la oferta monetaria resultaría ser el mejor medio para reducir la inflación.

Aunque no es difícil dar una cierta racionalización a la pendiente positiva de la curva IS esta resulta insuficiente para explicar su mayor o menor acentuación. De ser posible esto último podríamos optar por el sentido de la política monetaria sin que fuera preciso pronunciarse sobre el sentido de la causalidad entre los precios y la tasa de interés. Resuelta previamente esta cuestión, la figura 4 podría interpretarse como representativa de una relación del tipo dinero-precios-interés nominal; mientras que tratándose de la figura 5 la tasa de interés ocuparía el lugar intermedio en la cadena causal.

La pendiente positiva de la curva IS corresponde a lo que Tobin ha denominado el efecto Pigou invertido². Como se sabe, Pigou argumentó, contra Keynes, que una deflación generalizada, al revalorizar los encajes nominales de los agentes privados, daría a la demanda agregada un estímulo suficiente para restablecer el nivel de ocupación plena. Kalecki, en primer

término³, y, posteriormente, Gurley y Shaw⁴, llamaron la atención sobre el hecho de que el enriquecimiento de los acreedores (detentadores de la moneda interna, en la terminología de estos últimos) correspondía al empobrecimiento de los deudores; quedando así restringida la base del efecto Pigou a los activos monetarios emitidos en contrapartida de activos externos (oro o divisas) o como acreencias sobre la autoridad monetaria o el gobierno. Con un campo de acción ya limitado, que se restringiría aún más si el gobierno no padeciera la ilusión monetaria que parece necesario atribuirle, el efecto Pigou podría resultar anulado o, aún, invertido, si la propensión al gasto de los deudores fuera considerablemente mayor que la de los acreedores. Con esta intuición en mente, Irving Fisher, en los años 30, se opuso vigorosamente a la deflación generalizada como remedio contra la recesión⁵.

A la hipótesis, bastante plausible, de la mayor prodigalidad de los deudores, que por ella misma puede justificar la pendiente positiva de la curva IS en el plano interés-precios, es posible añadir otra sugestión que, de revelarse aceptable, reforzaría ese efecto. La aceleración de la inflación, si lleva a anticipar una inflación mayor, tiene el efecto, en la percepción de los agentes, de reducir el precio corriente del producto real con relación a su precio futuro lo que hace que la demanda corriente en lugar de reducirse se vea estimulada.

II. INTERES REAL, INTERES NOMINAL Y TASA DE INFLACION

La relación de Fisher entre interés nominal, interés real y tasa de inflación suele ser interpretada como si implicara una causalidad perfectamente definida. Específicamente, se asume que, para un nivel dado del interés real, son los cambios en la inflación anticipada, eventualmente provocados por variaciones en la inflación corriente, los que inducen las modificaciones correspondientes en el interés nominal.

En los diversos escritos en los que trató el problema⁶, Fisher procede con mayor cautela que sus intérpretes. El que la tasa de interés incorpore una prima por la inflación anticipada no prueba que esta sea su único determinante. Esto sólo resulta medianamente aceptable cuando se asume como fijo el interés real. Ahora bien, la interdependencia de los mercados de bienes, de dinero y de crédito sugiere que es perfectamente legítimo admitir

que, además de la inflación anticipada, el nivel del interés esté influenciado por variables como la cantidad de dinero, la abundancia o escasez de fondos prestables y toda la gama de factores, como la dotación de capital real o la preferencia temporal, que inciden supuestamente sobre el interés real.

La forma como es tratada esta última variable, especie de comodín obtenido siempre como residuo, expresa nitidamente el carácter abusivo de dicha simplificación. En el mercado sólo pueden ser observados el interés nominal y, de manera imperfecta, la tasa de inflación. Un cambio, por ejemplo, en esta última variable que no se tradujera en un cambio contrastable en el interés nominal, puede siempre, a posteriori, compensarse con la variación del comodín. Ahora bien, aún aceptando, como quiere el dogma, que el interés real no dependa de variables nominales, resulta sorprendente que las influencias que los cambios del interés real puedan tener sobre las variables nominales sean prácticamente ignoradas.

Esta última posición, que escasa influencia ha tenido en la literatura contemporánea, se asocia al nombre respetabilísimo de Knut Wicksell⁷. El gran economista sueco parecía concebir el llamado interés real como el tipo de rendimiento anticipado por los hombres de negocios sobre sus inversiones. Se trata de un concepto similar a la eficiencia marginal del capital considerada por Keynes. Según Wicksell esta variable está sujeta a cambios permanentes y es la diferencia entre su nivel y el nivel del interés de mercado la que genera esas variaciones en el ritmo de inversión propias del llamado "proceso acumulativo". Así, en la fase de expansión, aunque las tasas nominales de interés parezcan ser muy elevadas, la verdad es que pueden ser muy bajas en relación con el rendimiento descontado por los inversionistas. En términos de la relación de Fisher podría decirse que el interés real, obtenido como la diferencia entre el interés nominal y la tasa de inflación, está por debajo del tipo de rendimiento que los empresarios atribuyen a sus proyectos de inversión. Se está en presencia, pues, de una situación en la cual las tasas nominales, a pesar de su tendencia alcista, no son lo suficientemente elevadas. Lo contrario ocurre durante la fase de contracción.

Parece pues indudable que las tres variables involucradas en la relación de Fisher se condicionan mutuamente, siendo sus nexos mucho más complejos que la mera tautología o la causalidad unidireccional. Con todo, en términos de la política monetaria sería deseable poder establecer una cierta

jerarquización en ese juego de interdependencia para reducir en lo posible el peso del elemento aleatorio, siempre presente en el impacto de cualquier medida.

III. LA INFLACION NO MONETARIA Y LA ENDOGENEIDAD DE DINERO

La "doctrina de la cantidad de dinero necesaria a la circulación" es probablemente tan antigua como la tradición cuantitativa. De manera contradictoria se encuentra en Adam Smith, mientras que Marx la defendió vigorosamente para oponerse al cuantitativismo de David Ricardo. Aunque ha contado con menor fortuna que la tradición alternativa, la doctrina de la cantidad necesaria a la circulación no ha dejado de reaparecer en la literatura económica con diferentes formulaciones, que se enfrentan todas a una misma objeción fundamental.

Conocidos los precios y la velocidad de circulación del dinero (o su demanda en proporción al valor de las transacciones), la cantidad de este último necesaria a la circulación depende del poder adquisitivo de la unidad monetaria. Ahora bien, si el poder adquisitivo del dinero sobre los bienes no se forma en su relación de intercambio con estos, pues para plantear esa relación de intercambio debe ser conocido previamente, ¿dónde se supone que se forma? Marx tenía una respuesta que, aunque no es muy buena, por hacer depender el valor del dinero de las condiciones de producción de la mercancía que funge como tal, parece razonable en condiciones de circulación de formas monetarias que tengan un "valor intrínseco". Perdemos todo asidero de este género cuando consideramos una circulación enteramente fiduciaria. En este último caso sería necesario recurrir a una especie de *deus ex machina* en virtud del cual se confiere a la unidad monetaria un poder adquisitivo sobre, digamos, determinada cantidad de arroz o, lo más corriente, suponer una tasa nominal de salario exógena.

Las cosas, naturalmente, no se presentan de esta manera. Se nos invita a aceptar razonamientos de este tipo: condiciones de oferta, que afectan los productos primarios, o condiciones de distribución, como el grado de monopolio, que inciden en los salarios nominales y en los precios industriales, pueden ser suficientes para provocar una tendencia alcista en los precios, aparte de las variaciones en la cantidad nominal de dinero. De

hecho, al no aumentar esta última o al hacerlo de manera insuficiente se genera una penuria de liquidez real que presiona al alza las tasas de interés.

Si el alza de precios es efectivamente constatada, cualquiera que sea el factor desencadenante, es necesario que haya tenido una validación monetaria, bien porque aumentó, inducidamente si se quiere, la cantidad nominal de dinero o porque se elevó su velocidad de giro. De no producirse nada de esto la elevación de precios sólo sería "virtud", no efectiva. En gracia a la discusión podría admitirse que la penuria de liquidez es un resultado de las demandas crecientes de los agentes que anticipan una elevación de la inflación. Si fuera este el caso no resulta razonable pensar que, en lugar de validar esas expectativas mediante una política monetaria laxista, lo más indicado sea esforzarse por desmentirlas por la restricción monetaria?

La idea de la endogeneidad de la oferta monetaria es absolutamente necesaria para este tipo de argumentación. Sin embargo, no siempre resulta claro lo que la gente quiere decir cuando emplea esta expresión. Los bancos comerciales y el banco central sólo pueden crear dinero si alguien, los particulares o el gobierno, lo solicitan. Toda creación monetaria se produce en respuesta a la demanda de un agente no bancario. En este sentido la oferta monetaria es siempre endógena a la actividad económica; pero como no siempre se debe responder positivamente a toda solicitud, queda algún espacio al control monetario. Incluso, si el marco institucional exige que el banco central atienda siempre las demandas de creación monetaria en contrapartida de activos externos, quedar siempre algún espacio para aplicar la acción restrictiva contrarrestante.

En los enfoques de tipo keynesiano la endogeneidad de la oferta monetaria se asocia mas bien a la capacidad que tienen los agentes privados para alterar la velocidad de giro del dinero. Este es un argumento que se esgrime para poner en duda la eficacia de la política monetaria y si se fuera coherente con el mismo no debería, al menos en teoría, emplearse para condenar la restricción monetaria, pues la economía debería estar en condiciones de arreglárselas con cualquier cantidad de dinero. Pero como evidentemente esto sólo sería posible con un alza desmesurada de las tasas de interés, la restricción monetaria puede resultar, en definitiva, completamente indeseable. Lo dicho significa simplemente que en la práctica la velocidad de circulación tiene ciertos límites y es deseable que no los

rompa pues puede resultar muy costoso (al menos en "el corto plazo") hacer circular la economía con una moneda de diez centavos.

CONCLUSION

Sería muy deseable poder extraer de todo lo dicho si no una conclusión medianamente práctica al menos un indicio que nos permita decidir cuál de las dos posiciones discutidas tiene mejores chances de ser la "verdadera". Si hemos insistido en lo que, a nuestro juicio, son los puntos débiles de cada una de ellas, esto ha sido porque los partidarios de una y otra se contentan con reafirmar sus aspectos más fuertes. Es preciso reconocer que en Colombia ni en ninguna parte del mundo están los economistas en condiciones de reclamar, para sus prescripciones en materia de política económica, un fundamento científico más allá de toda duda. Específicamente, en el terreno de las relaciones moneda, precios y tasa de interés, aunque disponemos de buenos modelos y de muchas intuiciones probablemente muy fructíferas, todo parece indicar que circunstancias que varían de país a país pueden tener un peso muy considerable. Se impone pues un criterio altamente pragmático.

Pero como mala teoría es mejor que cero teoría, en este campo existen grandes posibilidades de investigación. Con su helicóptero que distribuye billetes de una manera uniforme y con sus agentes que se despiertan de la noche a la mañana con sus saldos nominales duplicados, Friedman ha conseguido hacernos olvidar la importancia que en el proceso causal tienen los canales a través de los cuales el dinero entra en el circuito económico. Se trata de un tema caro a los grandes economistas del pasado, cuya importancia teórica y práctica es considerable. Quizás sea posible encontrar allí elementos que permitan superar el dilema de la política monetaria.

NOTAS

- 1 Ver J.M. Keynes *A Treatise on Money* (1930). Vol I in the collected Writings, Vol. 5, cap. 13. Londres, Macmillan, 1979, reimp.
- 2 J. Tobin. *Reflexiones sur la théorie macroeconomique contemporaine* (1977) París. Económica, 1983, traducción.
- 3 La contribución de Kalecki es tan poco conocida que bien amerita al menos una cita: "El aumento del valor real del stock de moneda, inducido por la baja de precios, no conducirá

a una elevación del valor real total de la riqueza si toda la moneda (billetes y depósitos) tiene como contrapartida los créditos otorgados a los individuos y a las firmas; es decir, si todos los activos del sistema bancario consisten en créditos de ese tipo. En este caso, a las ganancias de los poseedores de moneda corresponden las pérdidas iguales de los deudores de los bancos". M. Kalecki. "Profesor Pigou en the Classical Stationary State A. comment" *Economic Journal*, 1944, p. 131.

Vale la pena anotar que en esta, como en muchas otras cuestiones, Keynes se adelantó a sus críticas: "[...] la influencia defensiva que ejerce sobre los empresarios el aumento de la carga de deudas puede neutralizar cualquier reacción optimista que resulte del descenso de los salarios. En verdad, si la baja de éstos y de los precios va lejos, las dificultades de los empresarios que estén fuertemente endeudados pueden llegar pronto al límite de la insolvencia, con severos efectos sobre la inversión". *Teoría General de la Ocupación, el interés y el dinero*, México, Fondo de Cultura Económica. 1971, reimp. p. 233.

- 4 J.G. Gurley and E.S. Shaw. *Money in a theory of Finance*. Washington, The Brookings Institution, 1960.
- 5 I. Fischer. "The debt deflation theory of Great Depressions" *Econometrica*, 1933. Citado por Tobin. Idem. p. 35.
- 6 *Appreciation and Interest* (1896). New York, Kelly, 1965, reimp. Esta es la primera obra de Fisher, consagrada por entero a la cuestión que nos ocupa. Una presentación más sintética se encuentra en *The theory of interest* (1930). New York, Kelly. Millman, 1954. Reimp. caps. 2 y 20.
- 7 Vease K. Wicksell. *Interest and Prices* (1898). New York, Kelly. 1965, reimp. cap. 7 y 8.