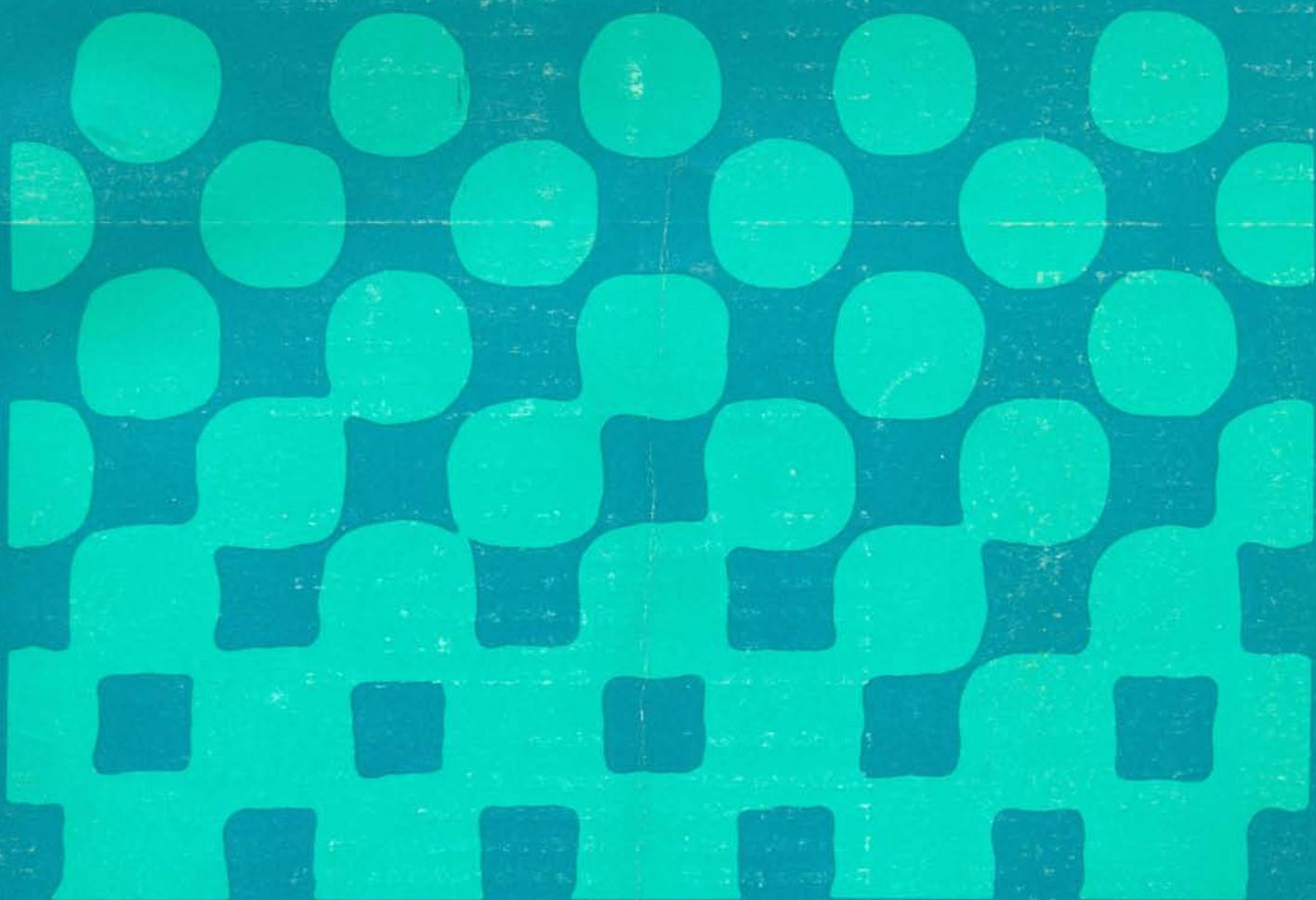


# integración latinoamericana

55

Integración financiera  
en América Latina

revista mensual  
del intal  
marzo 1981  
año 6



# La integración como factor de disciplina monetaria\*

Eduardo R. Conesa \*\*

La integración comercial requiere que los exportadores puedan recibir los pagos de sus compradores extranjeros con un mínimo de riesgo y de otros inconvenientes. Por ello, es difícil concebir una integración comercial sin una integración en el sector monetario y financiero. Sin embargo, aunque hay acuerdo básico en esto, existen importantes diferencias doctrinales en los enfoques de los economistas que han abordado el tema de la integración monetaria.

En efecto, nadie niega que un grado alto de integración monetaria contribuye grandemente a la causa de la integración económica. Las diferencias surgen ante problemas específicos, tales como la libertad o no en la determinación de los tipos de cambio por el mercado, es decir, la posibilidad de tener tasas de cambio fluctuantes en un esquema de integración económica versus la posibilidad de fijar por las autoridades monetarias del área los tipos de cambio, a lo que se suma la necesidad de coordinar la política monetaria de los países dentro de esquemas de integración.

Al respecto, conviene, en primer lugar, recordar la posición de Milton Friedman<sup>1</sup> quien, de manera coherente con su idea de controlar las economías por medio del control de la oferta monetaria, propicia tipos de cambio fluctuantes para permitir de esta manera un fuerte control monetario de las economías nacionales. Opuesto a este enfoque friedmaniano es el llamado "enfoque monetario de la balanza de pagos" desarrollado principalmente por Harry Johnson en varios artículos, el primero de los cuales data de 1956.<sup>2</sup> De este ar-

tículo se desprende que en un sistema de tipos de cambios fijos no puede utilizarse a la oferta monetaria como variable de control de una economía, puesto que dicha oferta monetaria es en realidad una variable endógena. Este autor es muy cuidadoso en señalar sus diferencias con Friedman y nos dice textualmente "que el enfoque es descripto como monetario y no monetarista",<sup>3</sup> para evitar confusión con los debates internos de la escuela monetarista vs. la keynesiana en Estados Unidos. Además, en oposición al enfoque monetario de la balanza de pagos, están los llamados modelos keynesianos tradicionales de Joan Robinson, también conocido como "enfoque de las elasticidades",<sup>4</sup> y el enfoque de Sidney Alexander, llamado "enfoque de la absorción".<sup>5</sup>

En rigor, todos estos enfoques son sensatos y tienen sentido, aun cuando dependen en gran medida, para su validez real, de las hipótesis o premisas sobre las que se asienta el razonamiento de cada uno. Especialmente está en duda el realismo de las premisas de las cuales parte el enfoque monetario de la balanza de pagos. Además, los distintos autores que propician este enfoque difieren en esas premisas. Claro está que el enfoque monetario se refiere al proceso de ajuste de la balanza de pagos a largo plazo, lo cual le quita utilidad para la formulación de políticas.<sup>6</sup> Como puede colegirse del breve inventario anterior, uno de los principales problemas que plantea la integración monetaria y financiera es la desintegración que existe en el campo de la

\* Versión revisada de una conferencia ante la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (Argentina), septiembre de 1980.

\*\* Director del INTAL.

<sup>1</sup> Friedman, Milton, "The Case for Flexible Exchange Rates", *Essays in Positive Economics*, Chicago, University of Chicago Press, 1953.

<sup>2</sup> Johnson, Harry G., "Towards a General Theory of the Balance of Payments", en *International Trade and Economic Growth*, London, George Allen & Unwin, 1958.

<sup>3</sup> Frenkel, Jacob A. y Johnson, Harry G., *The Monetary Approach of the Balance of Payments*, "Essential Concepts and Historical Origins", University of Toronto Press, 1976.

<sup>4</sup> Ellis, Howard S. y Metzler, L. A. (comp.), *Readings in the Theory of International Trade*, Homewood, Ill., Richard D. Irwin, 1949.

<sup>5</sup> Alexander, Sidney, *Effects of a Devaluation on the Trade Balance*, IMF Staff Papers, vol. II, abril de 1952.

<sup>6</sup> "Tariffs and the Balance of Payments. A Monetary Approach", por Michael Mussa, reproducido en el libro *The Monetary Approach to the Balance of Payments*, editado por J. A. Frenkel y H. G. Johnson, University of Toronto Press, 1976.

teoría monetaria, desintegración que se refleja luego inexorablemente en la política monetaria efectiva de los países. En el artículo que sigue comentamos las diferentes posturas para hacer hincapié en las dificultades teóricas de la materia y el efecto negativo que éstas tienen sobre la posibilidad de coordinación por parte de las autoridades monetarias de distintos países, lo cual hace más difícil diseñar la integración monetaria y financiera en forma práctica. Si existiera un enfoque científico único, en cambio, sería dable esperar un refuerzo de éste sobre las políticas integracionistas, las que deben tender a un manejo tecnocrático de las economías como condición *sine qua non* para ser exitosas. Desarrollaremos más adelante también este tema.

Es bien sabido que la esencia del dinero es ser un medio general de cambio para ser usado libremente en las transacciones sin limitación alguna. Si dentro de un país cada transacción que involucre dinero requiriese una licencia o permiso de la autoridad monetaria, no se podría hablar de integración monetaria dentro de esa economía nacional y muy posiblemente el grado de integración económica dentro de esa economía sería mínimo.

De la misma manera, cuando existe integración monetaria externa, cualquiera debe ser libre de usar la moneda nacional a los efectos de efectuar compras o pagos al extranjero. Si los países tienen distintas monedas, la convertibilidad entre ellas es esencial para que exista integración monetaria internacional. La garantía de tipos de cambio fijos por parte de las autoridades monetarias de los países sin duda contribuye a esta integración, pero si los países imponen controles o restricciones a los pagos corrientes provenientes de transacciones comerciales, evidentemente la integración económica y comercial resultará dañada. Al respecto, como base comparativa, cabe señalar que si una sola moneda fuera usada en una región integrada sería imposible imponer controles y restricciones en las transacciones monetarias. Además, los flujos monetarios, las corrientes de dinero de una parte a otra de la región no alterarían de ninguna manera el total del "stock" del dinero en circulación.

La situación varía, sin embargo, si los países que componen un área de integración económica usan distintas monedas. Como dijimos antes, en este caso la integración puede ser ayudada por la convertibilidad a tipos de cambio fijo. Cabe acotar, sin embargo, que la existencia de tipos de cambio fijos en economías inflacionarias como las de América Latina debe referirse a tipos de cambio fijos en términos reales, es decir que debieran permitirse correcciones en estos tipos de cambio de acuerdo con las distintas tasas de inflación que experimentan los países intervinientes en el área de integración económica. Es indudable que, en última instancia, con tipos de cambios fijos y similares tasas de interés, el exceso de oferta de una moneda en relación a otras en los mercados de cambio debe pro-

venir de déficit comerciales de los países cuya moneda se oferta en exceso para comprar moneda extranjera y pagar las mayores importaciones. Este déficit tiene que ser absorbido por las autoridades monetarias de los países del esquema, que luego intercambiarán las monedas ofrecidas por las monedas demandadas, hecho que afectará las reservas monetarias o el nivel de endeudamiento externo neto de los países intervinientes en el área de integración económica.

Existen también importantes diferencias de opinión sobre si la integración monetaria debe llevar también a la integración de los mercados de capital. Al respecto deben distinguirse los mercados monetarios, donde se negocian instrumentos de financiación de corto plazo, de los mercados de capitales, donde se intercambian títulos valores a largo plazo. En principio, la práctica de los países con integración monetaria, como es el caso de los europeos, indica que se tiende a mirar con aprehensión a los movimientos de capital, como fuente de inestabilidad para los tipos de cambio, dado que provocan fluctuaciones erráticas en los mismos y crean inseguridad y disturbios para un proceso de integración comercial.

Un primer mensaje que queremos transmitir en este trabajo es que el estado de polémica en que se halla la teoría monetaria se refleja luego en las teorías de ajuste de las balanzas de pagos, que también han suscitado discusiones no dilucidadas. A pesar de ese estado de desarreglo en el nivel teórico, no cabe duda que cualquier esquema de integración económica con tipos de cambio fijos hará sentir más rápidamente, sobre las reservas de divisas que atesoran los bancos centrales de los países miembros, los efectos que puedan tener las diferencias en los niveles de precios nacionales y regionales de los bienes comerciables, así como de las tasas de interés. De donde surge la necesidad imperiosa de coordinar políticas monetarias y fiscales de manera tecnocrática en los esquemas de integración económica.

La coordinación debe partir de la premisa siguiente: la integración económica se promueve para lograr el desarrollo económico y el bienestar de los pueblos. Ello es así porque la integración económica amplía los mercados, favorece la utilización de las economías de escala en la producción industrial, permite una mayor competencia empresarial y, por consiguiente, es acicate permanente para el desarrollo tecnológico y la eficiencia empresarial, todo lo cual se traduce en desarrollo y bienestar. La integración económica es sólo un medio para el desarrollo y el bienestar. Dentro de este concepto también debe encuadrarse la política monetaria:

Una buena política monetaria debe tener por objetivo principal la estabilidad de precios como medio para promover el desarrollo del ahorro y la inversión que sirvan de base para el crecimiento económico. Si enfocamos la política monetaria con este criterio, evidente-

mente se puede lograr un fácil acuerdo entre los encargados de la ejecución de las políticas monetarias y las políticas de integración, pues ambas son conducentes al mismo fin, que es el desarrollo económico.

El problema se presenta cuando aparecen recetas un tanto simplistas que se ofrecen como panacea para el desarrollo. Por ejemplo, la de los que creen que se promueve el desarrollo mediante la provisión abundante de moneda entendida como  $M_2$  a altas tasas de interés, o las teorías opuestas, igualmente debatibles, que creen que para promover el desarrollo solamente es necesario el crecimiento de la oferta monetaria a una tasa anual constante del 5 por ciento y que todo lo demás seguirá por añadidura.

En definitiva, salvo en lo relativo a la confusión que existe en el ámbito de la teoría prevaleciente no debiera haber problemas mayores de coordinación tecnocrática práctica de la integración monetaria, salvo en el caso de que los banqueros centrales de los países cayeran presa de algunas recetas fáciles, cuyas verdaderas dificultades y problemas analizaremos a continuación. Nos concentraremos en los problemas de la teoría monetaria porque luego los distintos puntos de vista sobre el proceso de ajuste de la balanza de pagos difieren en función de las diferentes teorías que dominan el campo estrictamente monetario.

En lo relativo a la teoría monetaria, se nos presenta entonces un grave inconveniente, porque así como en la antigua Grecia del siglo V antes de Cristo, en los tiempos actuales parecen existir sofistas, pero no de la filosofía sino de la política monetaria. Hay economistas famosos de nivel mundial que están más interesados en el debate y en la discusión, que en la verdad misma; que son brillantes como oradores y retóricos, que pretenden saber todo y enseñar todo, cualquier cosa y su contrario, deslumbrando a los que tienen que tomar decisiones de política económica. Al decir de Aristóteles<sup>7</sup> la sofística es una sabiduría aparente, pero que no lo es, y el sofista es el que manifiesta una sabiduría aparente, pero que no lo es. Lamentablemente, el terreno de la política monetaria está plagado de sofistas, por lo cual quien se adentre en él debe ser muy precavido.

### **McKinnon, la tasa de interés y la teoría monetaria al revés**

Es imposible en la actualidad hablar del desarrollo de los mercados de capital sin hacer referencia a un libro muy difundido, cuyo autor es el economista norteamericano Ronald McKinnon; este libro se llama "Money,

Capital and Economic Development", y ha sido publicado por la Brookings Institution en el año 1973.<sup>8</sup>

Está muy bien escrito, tiene algunas intuiciones geniales, es de muy fácil lectura y ha tenido una amplia difusión en medios latinoamericanos. Sin embargo, a mi juicio, se enuncian en este libro algunas afirmaciones muy discutibles; a los efectos de ilustrarlas, vamos a enumerar algunas y a analizar sus implicancias.

El primer juicio discutible de McKinnon se refiere nada más y nada menos que a la definición de dinero. Como ustedes saben, tradicionalmente se define al dinero como aquello que es aceptado como medio de cambio; o sea que el dinero es definido por su función; es dinero lo que se utiliza como medio de cambio en forma generalizada, en una economía determinada.

Dentro de este concepto tradicional sólo son dinero los billetes, las monedas y las cuentas corrientes bancarias, que forman el total de lo que se conoce como  $M_1$ . Sin embargo, McKinnon incluye dentro de la moneda a los depósitos a plazo fijo, que no son moneda puesto que no se usan generalizadamente como medio de cambio.

Y no paran aquí los problemas. Al partir de esta definición del dinero, McKinnon sencillamente formula al revés la relación entre la demanda de dinero y la tasa de interés. Ya se sabe, y es un principio elementalísimo de la economía, que la cantidad demandada de un bien disminuye cuando aumenta su precio y lo mismo ocurre con la demanda de dinero: disminuye cuando aumenta el precio por el uso del dinero, que es el interés.

Si un banco equis paga un interés muy alto por depósitos a plazo fijo, reduzco al mínimo mis tenencias de caja y cuenta corriente para colocar el máximo posible de dinero a plazo fijo. Esto está comprobado por cientos de estudios econométricos, y es además de sentido común; sin embargo, McKinnon sostiene lo contrario.

Si nuestro autor tuviera razón, la lucha contra la inflación sería muy fácil: bastaría frenar la expansión monetaria; en tal caso subirían las tasas de interés a límites altísimos. A su vez, al aumentar las tasas de interés, aumentaría la demanda de dinero; por oposición, bajaría la demanda de bienes y, en consecuencia, al bajar la demanda de bienes, bajarían los precios de los bienes y la inflación quedaría derrotada sin recesión alguna.

La verdad es que el comportamiento de la economía no obedece a esta simple relación positiva entre la demanda de dinero y la tasa de interés. La verdad es que una elevación en la tasa de interés se produce, entre otras causas, por la escasez de dinero entendida como

<sup>7</sup> Aristóteles, *Tratados de Lógica (Organon)*, Editorial Porrúa S.A., México, 1969, pág. 338.

<sup>8</sup> McKinnon, Ronald, *Money Capital and Economic Development*, The Brookings Institution, Washington, DC., 1973.

$M_1$ , es decir por un bajo coeficiente  $M_1$  dividido por el PBI; o sea que el nivel de la tasa de interés está negativamente relacionado con la disponibilidad de dinero  $M_1$  y, por consiguiente, al aumentar la tasa de interés, aumenta la velocidad de  $M_1$ , dado que hay que utilizar más rápidamente el poco dinero disponible.

Por consiguiente, con tasas de interés altas el mismo dinero puede producir un efecto mucho más potente sobre la inflación. Además, con tasas de interés muy altas baja la inversión real y baja la bolsa y se arruina el mercado de capitales. En otras palabras, el aumento de la tasa de interés hace disminuir, no aumentar, la demanda de dinero, y aquí, por consiguiente, fracasa todo el esquema.

Esta teoría de McKinnon es sumamente grave porque contradice el abecé de la teoría monetaria. Sus defensores tratan de embrollar la cosa diciendo que nuestro autor se refiere a la tasa de interés real y no a la nominal, pero ello no cambia la esencia del problema. La teoría de McKinnon más o menos equivale, para poder hacer una analogía con la ciencia jurídica, a que un jurista sostenga que los contratos, como materia de principio, afectan a terceros. Ya se sabe que no es así, que es al revés. Los contratos entre las partes, en principio, no afectan a terceros; si un jurista dijera lo contrario nadie le haría caso. Lamentablemente contradicciones de gruesísimo calibre existen en la ciencia económica. Juicios tan contradictorios no pueden ser verdaderos los dos. Algo anda mal. Por eso advertí sobre el peligro de los sofismas en política monetaria.

La tasa de interés es una variable de la economía que afecta al sector real —no es solamente un fenómeno monetario— y sirve de vínculo entre el sector monetario y el sector real. De manera que, aunque un nivel bajo o alto de la tasa de interés sea provocado por una abundancia o una restricción monetaria, respectivamente, este nivel de la tasa de interés tiene efecto sobre el sector real de la economía y no solamente sobre los precios. Por ejemplo, el alza excesiva del interés produce una caída inmediata de las cotizaciones de la bolsa de valores, de la inversión en activos fijos y de la producción.

Además, cuando disminuye la producción, los costos unitarios suben y los precios también, al menos a corto plazo. De manera que la aplicación de la teoría de McKinnon lleva a una exacerbación de la inflación y no a una disminución de la misma.

Como disculpa para McKinnon digamos que un economista eminente, Milton Friedman, el jefe de la escuela monetarista, propicia una relación ambigua en muchos de sus artículos.<sup>9</sup> El consenso de la opinión económica,

<sup>9</sup> Friedman, Milton, "The Demand for Money - Some Theoretical and Empirical Results", reproducido en **The Optimum Quantity of Money**, Aldine Publishing Co., Chicago, 1969, pág. 111.

no obstante, coincide con la opinión opuesta a la de Friedman-McKinnon.

Harry Johnson, un renombrado y sólido economista de pensamiento liberal conservador de la Universidad de Chicago, al comentar un libro de Friedman, afirmó que "si las tasas de interés no afectan la velocidad de circulación del dinero, el análisis monetario puede ser divorciado del análisis del sector real, porque la cantidad de dinero afectará el ingreso nominal en el corto plazo y a los precios en el largo plazo, sin interferencia con las fuerzas reales de la economía. Si, por otro lado, las tasas de interés sí afectan la velocidad de circulación del dinero, el análisis monetario debe incorporar el análisis del sector real de la economía en un modelo de equilibrio general que explique simultáneamente la tasa de interés, la velocidad de circulación del dinero, el ingreso real y los precios".<sup>10</sup>

Y continúa Harry Johnson: "en presencia de una dependencia de la velocidad de circulación del dinero y las tasas de interés, el fundamento para reemplazar la política monetaria con una regla fija de incrementos relacionada con el crecimiento normal de la economía, defendida en otros lugares por el profesor Friedman, pierde su atracción porque la variación de las tasas de interés, generadas en el sector real de la economía, harían a esta política automáticamente desestabilizante".

## McKinnon, $M_2$ y la inversión

Otro punto sumamente debatible de McKinnon es lo que él llama en su libro la complementariedad entre moneda y capital. Esto significa que para lograr una fuerte inversión fija real es necesario emitir grandes cantidades de moneda entendida como  $M_2$  y  $M_3$ , e inmediatamente esto provocará un rápido crecimiento de la inversión real y la producción total.

Yo creo que esta aseveración es errónea. Además, he efectuado un análisis econométrico de esa hipótesis para Argentina y la relación no se cumple. Un país puede experimentar una sustancial expansión en  $M_2$  y, al mismo tiempo, carecer de crecimiento económico y sufrir una grave recesión económica, por aumento de las tasas de interés debido a una reducción de la relación de  $M_1$ /PBI. Para fundamentar su tesis, McKinnon utiliza entre otras una clásica falacia. Toma ciertas estadísticas sobre Alemania y Japón, y muestra cómo estos países, con un rápido crecimiento económico en el decenio de 1960, acompañaron dicho crecimiento con un aumento permanente en el cociente  $M_2$  dividido por el PBI. De ahí deduce McKinnon que la causa del crecimiento de Alemania y Japón está en la abundancia

<sup>10</sup> Johnson, Harry, "A Quantity Theorist's Monetary History of United States", **Economic Journal**, junio de 1965.

de  $M_2$ , que es lo que habría provocado una alta tasa de inversión, que es la que a su vez habría provocado el alto crecimiento de Alemania y Japón. El razonamiento es inaceptable.

Durante el decenio de 1960 Japón y Alemania utilizaron las exportaciones como motor de su desarrollo, que fue posible por un tipo de cambio muy devaluado en relación con el dólar. El exceso de exportaciones sobre importaciones produjo una expansión monetaria interna, y a su vez hizo bajar las tasas de interés. Aumentó entonces la demanda de dinero, y se creó un mercado de capitales con un exceso de fondos líquidos y bajo interés que posibilitó la existencia de altas tasas de inversión, las que a su vez generaron el crecimiento de la producción tan extraordinario de ambos países. Por eso, la clave del crecimiento de Japón y de Alemania en el decenio de 1960 está en la política de promoción de exportaciones por medio del tipo de cambio, y no en el crecimiento de  $M_2$ , que es una mera consecuencia.

En síntesis, la relación que propicia o que postula McKinnon, de complementariedad entre moneda entendida como  $M_2$  y  $M_3$  e inversión no es tal. Por supuesto, aquí debo hacer una aclaración: McKinnon no está propiciando solamente una emisión de moneda, sino más bien una fuerte emisión de  $M_2$ , pero a altas tasas de interés.

### McKinnon y el "cortoplacismo" del sistema financiero

Pero en el libro de McKinnon, como les decía al comienzo, existen también intuiciones geniales, y una de ellas se refiere a política de tasas de interés libres con alta inflación y el efecto que esta política tiene en el "cortoplacismo" del mercado de capitales. En efecto, dice acertadamente McKinnon: "Esta estrategia preferida de altas tasas reales de interés, donde la financiación real es abundante a estas tasas, puede ser casi imposible en una economía con alta e inestable inflación; la incertidumbre y el deseo de evitar riesgos pueden hacer que la tasa nominal que incorpora a la tasa de inflación esperada aparezca como demasiado elevada para los prestatarios y demasiado baja para los depositantes. Los primeros no quieren ser atrapados con obligaciones a altas tasas de interés fijas, en caso de que la inflación llegue a bajar, mientras que los segundos no quieren ser despojados, si se llega a presentar una aceleración no anticipada en el alza de precios. En consecuencia, en estas condiciones sólo se pueden pactar obligaciones de cortísimo plazo".

Éstas son las palabras textuales del libro de McKinnon. Pero esto es muy interesante, de manera que continúo citando a nuestro autor: "En una inflación moderada de menos de 15 por ciento, es posible levantar la tasa

de interés en 10 ó 15 por ciento, para reflejar los inesperados movimientos de precios, sin que los riesgos sean demasiado grandes".

Sin embargo, aun en este caso de suave inflación, McKinnon agrega que "una estabilidad creíble en el nivel de precios es altamente deseable". En consecuencia, el mismo McKinnon, después de lanzar una gran cantidad de ideas muy audaces, concluye con lo que todos sabemos por sentido común: que la estabilidad monetaria debe ser cuestión de primordial interés para el desarrollo de los mercados de capitales. Aunque aceptáramos la hipótesis no verdadera de que la provisión abundante de dinero  $M_2$  o  $M_3$  y a altas tasas de interés fuera la solución para el desarrollo del mercado de capitales, el mismo McKinnon, que es el padre de esta teoría, reconoce que con alta inflación el crédito se concede a muy corto plazo, con lo cual no se puede financiar inversión en bienes de activo fijo que se amortizan a 5 y 10 años.

En consecuencia, el presunto impacto desarrollista de las políticas de tasas libres con alta inflación queda pulverizado por la pluma de su exponente de mayor prestigio intelectual. Después de considerar a McKinnon y a sus teorías monetarias analizaré brevemente las de otro eminente economista que sustenta algunas tesis parecidas y otras opuestas a las de McKinnon.

### El monetarismo de Friedman, la inestabilidad económica y la especulación

Como se sabe, Milton Friedman propicia el control de la economía por medio del control de la tasa de crecimiento de la oferta monetaria. Milton Friedman, en su atractivo libro titulado "Capitalism and Freedom", en el capítulo 3, llamado "The Monetary Control", propicia que, a fin de controlar la inflación y el crecimiento de un país, se fije una regla simple de crecimiento de la oferta monetaria entendida como  $M_2$ , en un porcentaje pequeño, no alto como lo propicia McKinnon, de 3 a 5 por ciento anual.<sup>11</sup> Esto se opone a lo propuesto por McKinnon. Si se procediera a este monto los precios no aumentarían y, en cambio, el PBI crecería y se evitarían los ciclos económicos. Esta recomendación del profesor Milton Friedman ha sido analizada y discutida hasta el cansancio por muchos economistas y profesores en Estados Unidos.<sup>12</sup>

Solamente he de citar a los profesores Franco Modigliani<sup>13</sup> y Robert Solow, quienes están en total desa-

<sup>11</sup> Friedman, Milton, *Capitalism and Freedom*, capítulo III, University of Chicago Press, 1962, pág. 54.

<sup>12</sup> Véase, por ejemplo, Weintraub, Sidney, *Keynes and the Monetarists and other Essays*, Rutgers University Press, New Brunswick, New Jersey, 1973.

<sup>13</sup> Modigliani, Franco, "Monetary Policy in the Coming Quarters: The Conflicting Views", *New England Economic Review*, marzo-abril de 1976.

cuerdo con Friedman. En particular, en cuanto al desarrollo del mercado de capitales, la postura de Friedman acarrearía una fuerte inestabilidad y, paradójicamente, convertiría a la economía que siguiera la regla simple de crecimiento de la oferta monetaria  $M_2$  en un porcentaje fijo por año en una economía de especulación por oposición a una economía de producción. Y la razón es muy sencilla: las economías están permanentemente sujetas a sacudidas, a veces externas, a veces internas, de distinto origen. Por ejemplo, si pensamos que debe mantenerse el crecimiento de la oferta monetaria a 5 por ciento anual y de repente suben los precios del petróleo 400 por ciento, se producirá una tremenda astringencia monetaria. Esta astringencia monetaria traerá una fuerte suba de la tasa de interés. La suba de la tasa de interés provocará una gran caída de la bolsa y de la inversión. La caída de la inversión, además, con sus efectos acumulativos, provocará una recesión. Esta recesión, a su vez, hará bajar la tasa de interés. Si el país sale o no sale de la recesión dependerá de la política fiscal que el gobierno adopte y de otras variables; pero es dudoso que esa economía, si el gobierno persiste en su tesis de crecimiento de la oferta monetaria  $M_2$  en un 5 por ciento, vaya a salir de la recesión. Esto ha sido ampliamente debatido en Estados Unidos, y uno de los economistas que lo ha hecho con más autoridad es el profesor Franco Modigliani, del Instituto Tecnológico de Massachusetts. Este eminente profesor observa que la gran estabilidad del crecimiento de la base monetaria y la oferta monetaria de los años en que los seguidores de Milton Friedman estuvieron en el poder en Estados Unidos, fue acompañada por grandes variaciones de la tasa de interés, en la tasa real de crecimiento de la economía, en la tasa de desempleo y en la tasa de inflación.

En cambio, dice Modigliani, durante la época de los llamados "keynesianos", hubo una gran variación en la oferta monetaria, acompañada por una relativa estabilidad en las tasas de interés, en la tasa de crecimiento real de la economía, en la tasa de desempleo y también en la tasa de inflación.

Y concluye el profesor Franco Modigliani con las siguientes palabras: "La estabilización de los agregados monetarios, que no tiene importancia 'per se', ha ocurrido a expensas de la mayor inestabilidad, no meramente de las tasas de interés, sino también de las variables significativas que son la producción, el empleo y los precios".<sup>14</sup>

Los estudios econométricos de Modigliani y otros tienden a confirmar que, a corto plazo, la oferta monetaria actúa, en primer término, a través de la tasa de interés y, después, mediante la tasa de interés, sobre el nivel de cotización de los títulos y las acciones en la bolsa, sobre la inversión real y, por último, sobre los precios.

Al respecto, cabe subrayar que el aumento de la tasa de interés provoca inmediatamente una depresión en el mercado de valores y, por el contrario, una baja del interés con la misma rapidez provoca una suba en los precios de los títulos y las acciones. De esta manera, la política monetaria tiene un pronto impacto en el mercado por la vía, precisamente, de la tasa de interés. Si hacemos que  $M_2$  crezca constantemente a 5 por ciento anual, los impactos que se producen en el sector real de la economía tendrán que ser absorbidos con grandes variaciones en las tasas de interés; se desarrolla así una economía de especulación por las grandes subas y bajas que afectan entonces a los mercados de capitales.

## El monetarismo keynesiano

Lo expuesto es muy sabido y lo han experimentado todos los países del mundo. Por eso los banqueros centrales experimentados en lugar de hacer el control monetario a través del crecimiento de la oferta monetaria, tienden más bien a ejercitar el control monetario utilizando la tasa de interés como barómetro de la demanda y oferta de dinero en una economía, y a aumentar o disminuir la oferta monetaria en función de la tasa de interés buscada como objetivo.

Este enfoque supone que los grandes rubros de la demanda global son bastante estables, lo cual es, en general, verdadero en la práctica. Si el consumo y la inversión son muy volátiles, debe acentuarse el uso del control monetario más frecuentemente.

Es decir, si la tasa de interés tiende a subir excesivamente, se aumenta la oferta monetaria; si la tasa de interés tiende a estar excesivamente baja, se disminuye la tasa de crecimiento de la oferta monetaria. Pero precisamente los banqueros centrales experimentados saben muy bien que no pueden fijar simultáneamente la tasa de interés y el "stock" de dinero a cualquier nivel que ellos elijan. Por ejemplo, si el banco central en un país determinado quiere que la tasa de interés sea, digamos, de 20 por ciento anual, tiene que ofrecer en el mercado monetario todo el dinero que sea demandado a esa tasa.

Si, por el contrario, las autoridades desean que la oferta monetaria  $M_1$  no crezca más que 5 por ciento por año, deben dejar que la tasa de interés suba hasta que la oferta monetaria iguale a la demanda monetaria a la nueva tasa de interés, que es alta. Por lo demás, las autoridades, en todos los países, controlan sólo la base monetaria, es decir, controlan los billetes en circulación y controlan también los depósitos de los bancos en el banco central, pero no a la totalidad de  $M_1$ , o  $M_2$ , ya que tampoco controlan el multiplicador monetario. Este último varía al cambiar la preferencia del público por la demanda de billetes o por la de depósitos; además, este multiplicador también depende de la relación de encaje

<sup>14</sup> Modigliani, ob. cit.

que los bancos deseen tener. El resultado es que los bancos centrales en general no tienen un buen control de la oferta monetaria.

Por ello, modernamente, los bancos centrales expresan sus metas en términos de tasas de interés y actúan directamente sobre éstas para regular la demanda agregada. Esta práctica representa una clara refutación al monetarismo de Friedman que, como decíamos al comienzo, propicia el control de la economía mediante el control estricto de la tasa de crecimiento restringida de la oferta monetaria  $M_2$ .

En rigor, el propio Friedman últimamente se ha refutado a sí mismo al abandonar a  $M_2$  como variable del control monetario. Ahora, en un artículo reciente de la revista "Newsweek",<sup>15</sup> propicia  $M_{1B}$ , que incluye a los billetes y a todas las cuentas corrientes bancarias y además a las cuentas que se pueden movilizar mediante cheques; excluye, correctamente a mi juicio, a los depósitos a plazo fijo.

En definitiva, y para resumir el punto, el mercado de capitales sufre muchísimo con las variaciones bruscas en la tasa de interés. Si se quiere que el mercado de capitales crezca continuamente y no se quiere espantar a la masa de ahorristas del mercado, la tasa de interés tiene que tener cierta estabilidad. Puede variar, pero no en exceso. Lamentablemente una política de cierta estabilidad en la tasa de interés es contraria a la regla simple de crecimiento de la oferta monetaria en un porcentaje fijo y constante por año. De manera que hay una contradicción entre el objetivo de contar con una economía de producción y la regla de Milton Friedman del control de la economía mediante un único control: el de la oferta monetaria.

Hasta ahora hemos considerado en este trabajo ciertas políticas de desarrollo económico que no debieran aplicarse. Sin embargo, quizá sea más importante explicar qué es lo que debe hacerse para fortalecer el sector financiero. En primer término, debe eliminarse la inflación; en segundo término, debe promoverse el crecimiento económico juntamente con la inversión y el ahorro; en tercer término deben estabilizarse las tasas de interés a niveles compatibles con la escasez real del capital; además, debe coordinarse la política de tipo de cambio con la política de tasa de interés interno y externo; en último término, debe reducirse a cero el déficit fiscal, así como adoptarse otras medidas.

Evidentemente, el desarrollo de cada uno de estos puntos, que son conducentes a un mejor desarrollo económico y financiero requeriría por sí sólo un estudio detallado, y no es ésta la oportunidad de hacerlo. Lo que conviene destacar es que para promover el desarrollo del mercado de capitales y el desarrollo económico de

un país es necesario mover las distintas variables de control del sistema económico de manera coordinada.

La economía se comporta como un sistema de ecuaciones en el cual cada variable está relacionada con todas las demás y, por consiguiente, no se puede resolver una sino resolver todas a la vez. Por eso se necesita simultaneidad en la política económica, y el sector financiero es uno de esos medios esenciales a considerar en relación con la solución simultánea del problema.<sup>16</sup>

## Disciplina monetaria e integración

Y entramos así en la última parte de nuestro análisis: la relación que existe entre la política de desarrollo económico y la integración financiera.

Es una relación sumamente estrecha, y por las siguientes razones: en el mundo moderno, la política económica se hace extremadamente compleja por la interdependencia de las distintas variables del sistema económico de las que acabamos de hablar. A veces, especialmente en los gobiernos populistas, las conducciones económicas no están a la altura de la complejidad de los problemas y es difícil —para los políticos y para el público en general— advertir los errores de la política económica a tiempo. Los errores se advierten cuando ya se está al borde del desastre económico. Esto ocurre porque hay un gran retraso entre la medida económica y sus efectos.

Por el contrario, en economías integradas los efectos de las políticas económicas tienden a visualizarse rápidamente. Esto obliga a un manejo sumamente tecnocrático de las economías y a un proceso de revisión y control de las medidas mucho más riguroso que en economías no integradas. Daremos algunos ejemplos para ilustrar nuestra afirmación.

¿Qué pasa si dos países están integrados en sus mercados financieros y en sus mercados de bienes y servicios, y uno de ellos aplica una política monetaria fácil de emisión excesiva, mientras que el otro sigue una política normal? La tasa de interés en el primer país descende al instante; este descenso de la tasa de interés lleva a una salida del capital de este país, que a través del mercado de cambios se coloca en el mercado de capitales del otro país. A su vez, esto hace bajar las tasas de interés en el segundo mercado de capitales, de manera que la política monetaria de dinero fácil que está siguiendo un país debe ser coordinada con la del otro. Inmediatamente las autoridades del segundo país llamarán la atención a las autoridades del primer país sobre el flujo de capital que está viniendo del primero. Esto hace que las autoridades estén alertas y tengan

<sup>15</sup> Friedman, Milton, *Newsweek*, 15 de julio de 1980, pág. 49.

<sup>16</sup> Solow, Robert, *Washington Post*, 18 de mayo de 1980.

que reaccionar en forma inmediata frente a estos problemas.

Lo mismo ocurre si un país tiene un déficit fiscal excesivo. Inmediatamente aumentará la demanda agregada y esto hará aumentar también, por consiguiente, las importaciones, reducirá las exportaciones y producirá finalmente un déficit comercial, e inmediatamente este déficit repercutirá en el segundo país. Nuevamente la situación será planteada con toda rapidez por las autoridades del segundo país. De esta manera se confirma que la integración de por sí fuerza a un manejo más cuidadoso y tecnocrático de las economías nacionales.

Por ejemplo, en cuanto a la política salarial es muy probable que los gremios se den cuenta que excesivas demandas salariales podrían fácilmente conducir al desempleo si existen tasas de cambio fijas, por cuanto los mayores costos podrían descolocar a la empresa en cuestión en el mercado de exportación de la unión aduanera.

Así, la intensificación de la competencia entre las empresas de una zona integrada reduce las posibilidades y peligros de una inflación. No digo que las evite, pero ciertamente las reduce. En otras palabras, no cabe la menor duda de que la integración actuará como una fuerza muy positiva para lograr una mayor disciplina monetaria y fiscal en nuestros países. Esto es básico y sumamente importante, puesto que nuestros países suelen caer de tanto en tanto en situaciones de anestesia social y locuras colectivas o teorías monetarias anacrónicas que es muy difícil que ocurran en tres o cuatro países al mismo tiempo. De manera que la integración tiene que ser una fuerza que facilite la tecnocratización y el manejo consciente, medurado y prudente de las políticas económicas de todos los países.

Agreguemos que los autores sobre temas de integración<sup>17</sup> señalan frecuentemente que los problemas de ajuste de las balanzas de pagos de los países que integran una unión aduanera se parecen mucho a los pro-

blemas de ajuste con el sistema del patrón oro. Esta comparación es en muchos sentidos bastante correcta: los ajustes de la balanza de pagos cuando existía el patrón oro se solucionaban, en primer término, con movimientos en las tasas de interés y con movimientos de nivel de ingresos y actividad económica. Por ejemplo, un país tenía déficit comercial e inmediatamente eso provocaba una tendencia a devaluar hacia el tipo de exportación oro, y la exportación de oro acarrearía una restricción de la oferta monetaria.

Esta última restricción provocaba la suba de las tasas de interés, una caída en la inversión y en el nivel de la actividad económica que, a su vez, favorecía las exportaciones y hacía disminuir las importaciones en el país que estaba sujeto a esas fuerzas. Por supuesto, mucho antes que se cayera en la necesidad de exportar oro, las autoridades monetarias hacían subir la tasa de interés, con lo cual el ajuste de las economías se hacía sin movimiento de oro, simplemente por un adecuado manejo de las tasas de interés que atrae o aleja al capital de los mercados financieros nacionales.

Ésta es una situación muy parecida a la que se origina en países que integran una unión aduanera, con tipo de cambio fijo y sin patrón oro. Por eso, insisto en que la política monetaria se hace mucho más compleja, mucho más delicada y mucho más tecnocrática en una unión aduanera que en un país que actúa aisladamente en el concierto de las naciones. Al mismo tiempo, para que estos movimientos de capital entre los países integrantes de una unión aduanera se produzcan, es necesario que los países tengan mercados de capitales relativamente desarrollados; de lo contrario es muy difícil que el capital de un país se invierta en los mercados financieros del otro país. Por eso la integración económica y el desarrollo financiero de nuestros países son temas que están tan estrechamente relacionados. Esto es particularmente cierto, por ejemplo, en los casos de Argentina y Uruguay, o en el caso de Argentina y Chile, donde se han desarrollado mercados monetarios y financieros considerables que sin duda alguna facilitarán el proceso de integración económica.

<sup>17</sup> Por ejemplo, Balassa, Bela, *The Theory of Economic Integration*, Richard D. Irwin, Inc., Homewood, Illinois, 1961, pág. 252.