

## **Jornadas Monetarias y Bancarias 2011**

### **Axel Kicillof**

Para mí es un privilegio formar parte de este panel y poder estar en estas Jornadas del BCRA. Se está hablando, en el mundo, de una renovación teórica. Aquí, en la Argentina, estamos llevando adelante desde 2003 una política económica distinta, y también a través de estos encuentros, a través de la discusión, estamos tratando de aportar a una renovación teórica que obviamente nos excede porque se trata de un movimiento a escala mundial. Pero me parece que es muy importante contar aquí con especialistas extranjeros y también con lo que nosotros desde nuestra experiencia y desde nuestra formación podamos aportar a ese proceso.

En ese sentido mi exposición va a tener un enfoque eminentemente teórico, más que práctico, porque entiendo que efectivamente detrás de los fenómenos y de su comprensión hay que construir un nuevo marco de teoría económica y para eso queda mucho camino que recorrer. Es por eso que si bien comienzo refiriéndome a la crisis, basta hacerlo brevemente para ilustrar mi punto. En este gráfico se muestra que estamos atravesando en este momento una etapa de extrema convulsión económica o, mejor aún, de una crisis económica declarada de manera abierta y que esa crisis económica, como voy a desarrollar a lo largo de la exposición, no fue prevista por la teoría económica oficial, así como tampoco su desenvolvimiento y sus actuales fases no pueden ser explicadas por los economistas ortodoxos.

Y eso se muestra observando en primer lugar el gráfico de arriba de la izquierda, que muestra la tasa de desocupación, de Estados Unidos. La desocupación en Estados Unidos está duplicando los niveles del pasado reciente. Para una economía la magnitud de los Estados Unidos es una tasa de desempleo extraordinariamente grande, que marca la situación de profunda depresión por la que atraviesa la principal economía del mundo. Lo mismo está ocurriendo en Europa. Es por eso que ciertos conceptos que se han pregonado durante décadas como el de tasa natural de desempleo no pueden ser aplicados para explicar lo que está ocurriendo en la actualidad. Incluso los economistas oficiales han aceptado que esta situación se va a prolongar por mucho tiempo, dando cuenta de lo inútil de recurrir a conceptos como la tasa natural de desempleo. Esto implica que la economía ortodoxa no tiene una explicación para el principal problema que afecta hoy a la economía más importante del mundo, lo que indica un estado de bancarrota teórica, y lo mismo vale para sus corolarios en materia de políticas económicas.

En el gráfico de abajo a la derecha vemos una imagen de la política monetaria de la Reserva Federal de los Estados Unidos, con una expansión monetaria también sin precedentes históricos, ya que fundamentalmente en la gran depresión de los años treinta se adoptó una respuesta monetaria totalmente distinta. Pero lo que importa señalar es que según la teoría ortodoxa, una quintuplicación de la base monetaria debería haber engendrado un terrible proceso inflacionario. Y si algo no estamos observando en la actualidad, y acá podrían hacerse muchas discusiones a largo o a corto plazo, pero si hay algo que no se está produciendo a escala mundial es un proceso inflacionario generalizado de ese porte, menos aún en la economía norteamericana. Por lo tanto las teorías que adhieren a la idea de la que expansión monetaria, y ese va a ser

uno de nuestros temas, genera necesariamente un incremento proporcional en los precios no encuentran sustento en la realidad. Y otro tanto ocurre con el gráfico de arriba a la derecha, donde vemos la evolución de la tasa de inflación y de la tasa de interés. Observemos también un gráfico de política fiscal, que nos da un pantallazo de la crisis y de las políticas con las que se le está haciendo frente. Vemos como entonces que la política monetaria dio una respuesta muy fuerte ante la crisis, básicamente asociada al salvataje de los bancos de lo que ya hablaron los expositores anteriores, y que, al contrario, en el terreno de la política fiscal no se ha visto un cambio de paradigma, no se está respondiendo con políticas fiscales agresivas. Estos son elementos muy importantes porque creo yo que las que se están ensayando desde la economía ortodoxa, y también desde buena parte de lo que hasta hace poco fue la heterodoxia, constituye una respuesta muy pobre ante la crisis en el plano práctico y en el plano teórico.

Entonces lo que se podría esperar, al menos si se remite uno a la historia de la teoría económica es que, como han señalado también los panelistas anteriores, las crisis económicas han generado usualmente un terreno fértil para las transformaciones teóricas.

Construí en esta diapositiva un cuadro muy sencillo, que muestra que las más notorias revoluciones teóricas que ha experimentado la teoría económica estuvieron siempre asociadas a episodios de profundas crisis económicas. Es decir, la crisis parecen obligar a que se produzcan determinadas transformaciones en el plano de la teoría. Tenemos que incluso la propia revolución marginalista, cuyo espíritu sigue dominando hoy a la teoría oficial, el mainstream, emergió también en el marco de un profundo sacudón económico en los países centrales durante 1880-1890. Lo mismo ocurrió con la Revolución Keynesiana, que implicó el otro cambio fuerte de paradigma a nivel de la teoría oficial durante la Gran Depresión de 1930. Y otro tanto sucedió con la crisis del Petróleo en los '70, que generó en este caso una teoría muy novedosa, que yo interpreté como una contrarrevolución, una regresión hacia el pensamiento neoclásico marginalista anterior a de Keynes. En este punto me inclino por marcar una pequeña división de detalle, porque lo que me parece que es significativo es que esa etapa monetarista iniciada en los '70 es la que venimos viviendo en la actualidad y que sólo ha experimentado cambios metodológicos menores. Quiere decir que el mundo ha vivido una larga etapa de oscurantismo monetarista y no me equivoco si digo que en nuestros países se ha sentido con su mayor vigor.

Por eso me parece que es muy importante remitir a la cuestión de la teoría económica, aunque efectivamente la discusión es más ardua al implicar día a día decisiones prácticas de política con hondos efectos; pero de todos modos no hay otro camino que remitir a las difíciles cuestiones de la teoría económica. Mucho del saber convencional, mucho del sentido común, mucho de lo que forma parte del discurso que repiten los analistas, muchos de los académicos, y la opinión pública en general, encuentra su fundamento, aún sin saberlo, en la teoría ortodoxa. En el caso argentino esta hegemonía no se logró simplemente a través de la persuasión, sino que se valió, inicialmente, de un proceso militar que implicó la represión y la desaparición de personas y de las ideas que sostenían, vinculadas a otras teorías económicas. Las consecuencias de esta hegemonía se extienden hasta el presente, y se ha inculcado con tal fuerza en la cabeza de buena parte de la opinión pública, de los analistas, de los mercados y de los empresarios, que hoy tenemos la situación donde todo el mundo cree, como si fuera un hecho de la realidad, como si se tratara de la ley de la gravedad, que la emisión monetaria genera

inflación. Todo el mundo cree también que los aumentos salariales producen inflación; todo el mundo cree que el aumento del gasto público genera necesidades de financiamiento que no van a poder ser sostenidas y, por tanto, que eso también es inflacionario; y, por qué no, también recesivo. Es decir, todo este saber convencional fundado en la teoría ortodoxa ha sido introducido, permítanme decirlo, también, a través de la enseñanza de la teoría económica como todavía hoy se imparte en buena parte de nuestras universidades.

Entonces, la exposición de hoy en realidad se basa en esta cuestión. ¿Ha disparado esta crisis económica una transformación en la esfera del pensamiento económico? Es decir, ¿va a haber un cambio en estos fundamentos teóricos tan extendidos?

Desde un punto de vista superficial, la principal novedad que apareció en el terreno de la teoría después de la crisis es un presunto retorno a las ideas de Keynes, o a la figura de Keynes. Es por eso que me voy a concentrar en las teorías de Keynes en su versión original. ¿Por qué? Porque el keynesianismo también sufrió mutaciones que lo fueron apartando cada vez más de las ideas originales de Keynes, a punto tal que lo que tenemos hoy son muchos economistas keynesianos, mucho que se autodenominan keynesianos, pero que en realidad son parte de la más recalcitrante ortodoxia y que han apoyado todas y cada una de las medidas que han profundizado esta crisis a escala mundial y a escala nacional. Por lo tanto, en la vuelta a Keynes la pregunta es ¿a qué Keynes? Aunque obviamente la cuestión no se agota en la Teoría General, una obra de 1936, su revisión es por lo menos un buen ejercicio, ya que hay mucho para recuperar de las ideas originales de Keynes que sirve para intervenir en el debate actual. Volver a Keynes es volver a la Teoría General. Entonces regresar a Keynes no quiere decir que cualquiera que se autoprocleme keynesiano, por tener más visibilidad, esté produciendo una nueva revolución teórica o llevándola adelante, más bien todo lo contrario.

Más allá del complejo mundo de la teoría, lo que sí se observó en esta crisis es que ha habido algunos cambios por lo menos en la sensación térmica. Tengo acá dos citas de dos presidentes norteamericanos. Una es del presidente Bush, cuando estaba pidiéndole al Parlamento que aprobara una ayuda multibillonaria, una de las más grandes de la historia, probablemente la más grande de la historia, para emplearla en el salvataje de los bancos y del sector financiero. Dijo al parlamento: “Soy un convencido creyente en la libre empresa de manera que el instinto natural es oponerme a la intervención del estado, pero estas no son circunstancias normales. El mercado no está funcionando adecuadamente, hay una difundida pérdida de confianza. Sin una acción inmediata del Congreso, EE.UU. puede resbalar en el pánico, si el Congreso no lo aprueba la nación puede enfrentar una larga y una penosa recesión”.

Leo ahora un discurso posterior del presidente Obama, de noviembre del 2008, cuando reclamaba también que le aprueben su propio paquete de gasto público y decía: “Pido al congreso que expida un pago por adelantado para un plan de rescate que cree empleos, alivie el sufrimiento a nivel de las familias y ayuda a poner a la economía en crecimiento. Si el congreso no aprueba de inmediato un plan que proporciona a la economía el impulso que necesita lo convertiré en mi primera medida como presidente. Esto comienza con un tipo de inversiones a largo plazo que hemos abandonado por demasiado tiempo. Significa poner a trabajar a dos millones de norteamericanos en la reconstrucción de puentes, caminos, escuelas desmoronadas. Significa invertir 150 mil

millones de dólares en construir una economía americana de energía verde que creará 5 millones de nuevos puestos de trabajo”, etcétera.

Por lo que citamos, parece ser que están soplando en los países centrales, por lo menos al nivel de la política, fuertes vientos keynesianos. Lo que ha dicho Bush, es lo siguiente: “mi ideología, mi instinto, dicen que el estado no tiene que intervenir y yo estoy pidiéndole al parlamento que genere el gasto más grande del que haya memoria, estoy pidiendo que el estado intervenga, salve a las empresas privadas porque el mercado está funcionando mal”. De modo que esta idea se ha arraigado incluso en la política. Y lo de Obama, por su parte, tiene también un llamativo tinte keynesiano, de lo que se está hablando es de inversión pública, implementada a través del brazo estatal.

Ahora trasladémonos a lo que ocurre con los economistas. Dispongo también de una seria de citas. Lo voy a hacer muy sintéticamente. La primera es de quien es hoy el economista jefe de del Fondo Monetario Internacional, Olivier Blanchard. Tomo esta cita porque se observa también aquí un arrepentimiento, es decir, esos treinta años de ortodoxia, de monetarismo en la teoría económica, fueron festejados primeramente como una gran victoria. Y Blanchard, un presunto keynesiano, estaba entre los festejantes. Tenemos una cita muy cercana al estallido de la crisis, yo creo que es una publicación desafortunada de Blanchard, muy poco antes de la crisis de 2008, donde decía: “Durante mucho tiempo después de la explosión de la macroeconomía en los ’70, la disciplina se asemejaba a un campo de batalla. Con el correr del tiempo, no obstante, una visión compartida sobre las frustraciones y sobre la metodología ha emergido. La macro está en buen estado”. Lo que estaba declarando era que los macroeconomistas sabíamos de que estábamos hablando y, sobre todo, podíamos mitigar las fluctuaciones económicas, controlándolas a través de políticas de *fine-tuning*, de sintonía fina, de detalle, y específicamente del uso de políticas monetarias para controlar el ciclo económico y, en lo que fue el principal corolario en materia de política de este nuevo consenso: la política de metas de inflación, *inflation targeting* por su nombre en inglés.

Entonces, decía, esto sería una especie de final de la historia en términos del progreso de la economía como ciencia, porque se había llegado a un consenso entre todos, después de tantas disputas, se arribaba a un acuerdo entre keynesianos y no-keynesianos y en nombre de esto se había declarado el final de los problemas económicos profundos. Todo esto dicho, desafortunadamente, en el borde del abismo de la crisis. Poco después también, con alguna destacable honestidad intelectual, en el 2010, el mismo Blanchard escribe: “Para los macroeconomistas y los hacedores de política era tentador apropiarse de los créditos por la sostenida declinación de las fluctuaciones cíclicas desde principios de los ’80 y concluir que nosotros sabemos cómo conducir la política macroeconómica”. Y prosigue: “No resistimos la tentación. La crisis claramente nos hace poner en cuestión nuestra valoración previa”. Un arrepentimiento que conduce a anunciar una enorme renovación teórica, porque después de haber festejado con guirnalda, aplauso y torta que se había descubierto la pólvora, la receta para evitar las fluctuaciones y que se podían controlar el ciclo económico, estalló la más grande crisis mundial de los últimos tiempos. ¿Y qué dice después? Lo lógico, que hay que reformular la teoría.

Tenemos todavía otras dos frases de Blanchard. De manera doblemente desafortunada, poco después, revierte esta última opinión y sale a pregonar que los países débiles de la Unión Europea tienen que realizar el ajuste. Déjenme repasar la cita. Está hablando del

caso de Portugal, y dice que “la superación de estos problemas implica ajustes muy penosos, en un entorno de baja inflación. Para restablecer su competitividad, se necesitarán duros sacrificios, como una reducción de salarios”. Vale decir que el Fondo Monetario Internacional, después de sostener que había que iniciar una revolución teórica, en 2010 está diciendo nuevamente que hay que iniciar los ajustes. La última cita dice “también hay que hacerlo en los países centrales que han sobre-expandido la emisión y los gastos y por tanto ahora hay que retraerlos”. Es decir, vuelven con la vieja receta, poco después de haber dicho que había que abandonarla. Y no existen todavía realmente, creo yo, indicios de que se esté produciendo esa fructífera discusión teórica, por lo menos en lo que hace al *mainstream*.

Avancemos un poco. Voy a exponer ahora la teoría de Keynes. Déjenme pararme en principio en lo que serían los puntos centrales de su teoría que tienen, indudablemente, una notable vigencia. Todavía hoy uno se cansa de leer en los diarios a los economistas argentinos que tiene puesto este vetusto modelo en su cabeza, con la ecuación de la teoría cuantitativa del dinero, que lo que sostiene es que todo proceso inflacionario está ocasionado por la sobre-emisión monetaria. Esta idea, que es una idea contable en principio, y básicamente muy sencilla. Es tan sencilla como absolutamente carente de fundamento.

Voy ahora a desarrollar la crítica de Keynes, porque creo que es la crítica más potente que se le ha hecho a la teoría cuantitativa de la moneda en su versión moderna y que está completamente vigente, en especial en nuestro el país. La teoría cuantitativa dice que como la velocidad de circulación del dinero y el volumen de las transacciones son fijos, la letra  $V$  y la letra  $Q$  de la fórmula que figura en la lámina, entonces todo aumento en la masa de dinero va a generar un aumento de precios directamente proporcional en el nivel. Otra versión un poco más sofisticada, dice que este proceso de transmisión de cantidad de dinero a los precios ocurre a través de la caída de la tasa de interés, lo que genera un aumento de la inversión y del gasto por encima de lo que sería el ahorro, desencadenando así un aumento en los precios que tiene el mismo resultado que la versión más simple de la Teoría Cuantitativa del dinero.

Me voy a parar entonces en la primera reacción de Keynes contra la teoría cuantitativa de la moneda, que es muy temprana. Data de 1923, y aparece en el “Breve tratado sobre la reforma monetaria”. El punto central del ataque de Keynes, es el siguiente. Experimentando el proceso de inflación de la primera posguerra percibe que no hay una relación proporcional y directa entre los aumentos de precios y la cantidad de dinero. Al menos, esta relación no se da en el corto plazo, lo que inspira su famosa frase: “en el largo plazo estamos todos muertos”. Y lo que dice es que si no ocurre en el corto plazo, entonces no sirve. Porque nosotros tenemos que controlar la inflación hoy y ésta no es una receta que sirva para controlar la inflación.

¿Qué es lo que muestra Keynes básicamente? Es que esa  $V$ , o sea la velocidad de circulación del dinero que era considerada una constante, en rigor depende de diversos factores. Dos de ellos son la voluntad del público de mantener efectivo y el encaje bancario. Si esas dos variables pueden ser modificadas, los aumentos en la cantidad de dinero no generan un proceso inflacionario proporcional. ¿Qué dice entonces Keynes? Su mensaje es que la teoría cuantitativa no actúa ciegamente sino que hay un lugar para la acción del Estado, puesto que el Estado puede influir sobre la cantidad de dinero y sobre los encajes. ¿Qué es lo que nos está diciendo Keynes? Que el Estado tiene un

papel en la economía, que es lo que no entendía entonces ni entiende ahora buena parte de la ortodoxia, por lo que penetra en lo que es una cuestión conceptual y de fondo. El Estado, piensa la ortodoxia, como si de un dogma se tratara, como una religión, es el causante de los problemas económicos. Keynes lo que empieza a marcar es que el Estado puede funcionar como la solución para ciertos problemas económicos, y él lo hace a través de la discusión de la teoría cuantitativa.

Pasamos rápidamente a la segunda obra que quiero mencionar, el “Tratado sobre el Dinero”, donde Keynes en el año 1930 realiza un avance más en su crítica a la teoría cuantitativa de la moneda, de la que se está apartando cada vez más. ¿Cuál es ese ataque? Lo que dice Keynes fundamentalmente en esa obra, es que existe una serie de variables que median la relación entre la emisión monetaria y el nivel general de precios, estas variables son variables reales de peso, como el consumo y la inversión, y son variables que están involucradas en el proceso de creación de los precios. Sostiene que para analizar el fenómeno de los cambios en los precios hay que empezar de modo distinto. Hay dos mercados, el de bienes de consumo y el mercado de bienes de inversión y para ver qué ocurre con los precios hay que observar lo que sucede en esos dos mercados. En breve, ¿cuál es el mensaje? Que la inflación no es un problema monetario, sino que involucra elementos reales, tiene elementos de costos, tiene elementos que no se solucionan con la ciega mecánica de teoría cuantitativa de la moneda y que si el Estado quiere influir –aquí para Keynes el problema central es aún la inflación- en el proceso inflacionario debe atacar esos elementos reales, debe influir sobre el proceso de inversión y sobre el sistema bancario. Es decir, empieza a mezclar los elementos monetarios, con los elementos reales, algo que la ortodoxia nunca consiguió hacer debido a que cree en la neutralidad del dinero y en la teoría cuantitativa del dinero.

Entonces –voy al último recuadro de la lámina- cuando terminó el “Tratado sobre el Dinero” en 1930, lo que Keynes hizo fue romper con ese supuesto de la velocidad de circulación constante, involucrando esta vez elementos estrictamente reales, como el proceso de inversión y las decisiones de consumo. En la “Teoría General”, interpretada en esta clave, lo que pretende mostrar Keynes es que el otro supuesto que hay que atacar para terminar de abandonar la famosa Teoría Cuantitativa es que el nivel de empleo tampoco es un dato y tampoco está fijo, ni siquiera en el corto plazo. Da así el puntapié inicial de una revolución teórica de magnitud, en lo que constituye la continuación de lo que había marcado Keynes en sus obras anteriores. Básicamente lo es porque según la teoría ortodoxa, el proceso económico por sus mecanismos naturales no sólo funciona sin contratiempos sino que tiende a la plena ocupación en el mercado de trabajo, de bienes y de capitales, a través de lo que se conoce habitualmente como Ley de Say. Y entonces lo que empieza a hacer Keynes es decir “vamos a discutir la idea de que en el corto plazo a nivel del empleo es fijo”. ¿Por qué? (Y esto es una visión mucho más drástica de la idea que en el largo plazo estamos todos muertos que planteó para la teoría monetaria).

La ley de Say sostiene que si uno supone que actúan los mecanismos naturales, el mercado conduce automáticamente al pleno empleo. Pero lo que en realidad pasa, como ha ocurrido en la época de Keynes, y como está ocurriendo ahora, es que el proceso económico presenta una sucesión de etapas de desempleo, llamémosla a corto plazo, que por tanto esto se convierte en el estado de la economía el largo plazo. Esto quiere

básicamente ante el desempleo hay que actuar decididamente, porque no es algo que se solucione sólo.

¿Cómo ataca Keynes este supuesto crucial de la teoría ortodoxa, la ley de Say? Bueno voy a decirlo muy brevemente. La explicación del desempleo que estaba vigente en ese momento, es que si había desocupación era debido a una falla en el ajuste del mercado de trabajo o de capital. ¿Y a qué podría deberse esta falla? A la presencia de rigideces. Para la ortodoxia de ayer y de hoy, el desempleo es culpa de las rigideces; es decir, el desempleo es un estado de desequilibrio transitorio, en tanto esas rigideces se superen. ¿Qué es lo que va a demostrar Keynes? Que el desempleo, por el contrario, debe concebirse como una situación de equilibrio de corto plazo, que si la economía está en desempleo entonces no hay que esperar que opere ninguna tendencia ni de largo, ni de mediano plazo que la vaya a sacar de ahí. Esto significa que las teorías que dicen que el desempleo es un problema de corto plazo, que el desempleo es culpa de las rigideces de los mercados, son iguales a las teorías ortodoxas que combatió Keynes en su tiempo. Por eso a mí me llama la atención que quienes hoy se dicen keynesianos, lo que vienen a decir es precisamente que el desempleo es culpa de la rigidez de los precios cuando esa es la posición de la ortodoxia que atacó Keynes.

Keynes critica en su Teoría General a los tres mercados neoclásicos y a la teoría cuantitativa de la moneda. La “Teoría General” es un libro que tiene hoy plena vigencia y que no hay que dejar de leer sencillamente porque demuele a la teoría neoclásica tanto pasada como actual, incluso a la que se camufla con ropajes keynesianos. Y, como ustedes pudieron ver en el cuadro anterior, la teoría neoclásica en la época de Keynes es la misma, en el fondo, que la neoclásica actual y que la teoría ortodoxa actual. En eso radica la vigencia y la importancia de la teoría de Keynes.

Y déjenme cerrar la exposición con un punto central. Una vez que uno admite que el dinero no es neutral y que la teoría cuantitativa de la moneda no es la que rige la evolución de los precios (y esto se hace discutiendo cuáles con los móviles, y cuáles son los mecanismos de la tenencia de efectivo, o sea cómo se modifica la velocidad de circulación del dinero, pero también qué elementos económicos y cuáles brazos de la acción del estado influyen sobre el nivel de empleo, o sea sobre el nivel de ocupación y de producción), una vez que uno admite que esto no es así, lo que tiene que admitir es que la política monetaria desempeñada por el Banco Central no tienen efecto únicamente sobre los precios. No lo tiene desde un principio, no lo tiene a nivel teórico, y no lo tiene a nivel real.

Entonces, siendo esto así, ¿bajo qué argumento se puede reclamar que el Banco Central sea una entidad autónoma que solamente se dedique, como dice aquel enorme poster ubicado a la entrada del Banco Central de la República Argentina, a cuidar el valor de la moneda? No se puede ocuparse ni aunque quiera exclusivamente del valor de la moneda. Los movimientos de la política monetaria, los movimientos de la tasa de interés, los movimientos del crédito, los movimientos del tipo de cambio, afectan todos ellos al empleo. El banco central, aunque quiera, no puede ser independiente. Es precisamente por eso que en la práctica y lejos de este mandato abstracto, los bancos centrales han sido muchas veces el instrumento del ajuste, instrumento de creación y magnificación de las depresiones. Una de las enseñanzas más importantes de Keynes es que la “economía monetaria” no está de manera alguna separada de la “economía real”, y para comprender esto tenemos que hacer un enorme esfuerzo teórico que reintroduzca

elementos reales dentro de la teoría monetaria, es decir, elaborar como quería Keynes una teoría monetaria de la producción. Entonces, si esto es así, jamás puede decirse que el banco es ajeno a los procesos económicos de crecimiento, de creación o destrucción de producción y de empleo y que no tiene un papel, como ha señalado sabiamente Mercedes Marcó del Pont, en garantizar una mejor calidad de vida para la sociedad.

Muchas gracias.