

La preferencia por la liquidez y el fracaso de los estímulos monetarios

Victoriano Martín Martín

Catedrático de Historia del Pensamiento Económico

Nº 2

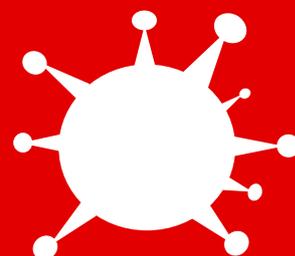
22-04-2020

Documentos de trabajo COVID-19

Centro de Estudios Economía de Madrid



Universidad
Rey Juan Carlos



La preferencia por la liquidez y el fracaso de los estímulos monetarios

Victoriano Martín Martín

John Maynard Keynes (1883-1946) publica su *Breve tratado sobre la reforma monetaria* en 1923, muy probablemente uno de los mejores libros de teoría monetaria de todos los tiempos. En opinión de Milton Friedman “el mejor libro de Keynes” (Milton Friedman, *The Economist*, 4 June 1983). El libro fue la consecuencia de la preocupación de Keynes de las inflaciones que siguieron a la terminación de la primera guerra mundial y que afectaron a muchos países europeos; de ahí la preocupación por la inflación que domina las páginas del *Breve tratado de la reforma monetaria*. El libro pertenece a la tradición de la teoría cuantitativa tal como la exponía Alfred Marshall, maestro de Keynes en Cambridge. Su propuesta fundamental es que la política monetaria debería ser utilizada para estabilizar el nivel de precios, porque *la inflación es injusta y la deflación inconveniente* (Keynes, *Breve tratado de la reforma monetaria* (1992), p.61). Objetivo de estabilidad de precios, que se debiera intentar conseguir mediante la estabilización de la demanda de dinero más bien que de la oferta de dinero. Esta última idea nos introduce en el análisis que realiza Keynes de la teoría cuantitativa.

La teoría cuantitativa intenta explicar las variaciones del valor del dinero por las variaciones en su cantidad. El valor del dinero, como el valor de cualquier otro bien, viene determinado por la oferta y demanda del mismo. Pero en el caso del dinero existe un supuesto demasiado fuerte, esto es, que la demanda de dinero es constante. La versión de Cambridge de la teoría cuantitativa viene dada por,

$$n = p (k + rk')$$

en donde n es el efectivo en circulación, k es el poder de compra de k unidades de consumo y otro k' disponible en los bancos y utilizable mediante cheques, y que los bancos conservan efectivo en una proporción r de sus pasivos potenciales (k') con respecto al público, y p es el índice del coste de la vida. El supuesto es que k , k' y

r permanecen constantes, lo que implica que *un mero cambio en la cantidad de dinero no puede afectar a k , r y k' -es decir, en términos matemáticos que n es una **variable independiente** con respecto a las cantidades. Se seguirá de ello que una duplicación arbitraria de n , que en sí misma se supone no afecta k , r y k' , debe tener como consecuencia elevar p al doble de lo que hubiera sido en caso contrario....*

*Ahora bien, “en el largo plazo” ello es probablemente cierto. ... Pero este **largo plazo** es una guía confusa para la coyuntura. En el **largo plazo** estamos todos muertos. Los economistas se plantean una tarea demasiado fácil, y demasiado inútil, si en cada tormenta lo único que nos dicen es que cuando pasa el temporal el océano está otra vez tranquilo* (Keynes, *Breve tratado de la reforma monetaria* (1992), pp. 93 y 95).

No parece arriesgado afirmar que Keynes en el texto que acabamos de citar hace saltar por los aires el supuesto de constancia de la demanda de dinero inherente a la teoría cuantitativa. Un supuesto que, a pesar de la evidencia empírica acumulada con motivo de la gran recesión desatada en torno a 2008, siguen defendiendo los cuantitativistas estrictos seguidores de Milton Friedman, que en lugar de aceptar el aumento de la demanda de dinero debido a la preferencia por la liquidez, prefieren referirse a la caída de la velocidad de circulación.

Una vez que Keynes ha dejada abierta la puerta a la preferencia por la liquidez, lo primero que tenemos que dejar claro es que Keynes **nunca habló de trampa de la liquidez**. La expresión “trampa de la liquidez” fue utilizada por primera vez por Denis Robertson (1890-1963), que, muy crítico con el concepto de “preferencia por la liquidez” de Keynes, se refería al mismo, en plan caricaturesco y despectivo, como **trampa de la liquidez** (D. H. Robertson, *Essays in Monetary Theory*, (1940)). De la misma forma Allan H. Meltzer se hace eco del rechazo que autores como A. P. Lerner y F. Modigliani, que no solo manifiestan sino que incluso caricaturizan la denominada trampa de la liquidez (Allan H. Meltzer, *Keynes's Monetary Theory* (1988) p.279). Las desavenencias de Robertson con Keynes comienzan con la determinación del tipo de interés. Robertson defendía la teoría de Cambridge de los fondos prestables para la determinación del tipo de interés, esto es, *la productividad marginal de los fondos prestables como el principal determinante del tipo de interés* (D. H. Robertson (1940) p.15), frente a la teoría de Keynes, rescatada de los mercantilistas, que consideraba el tipo de interés como una función negativa de la cantidad de dinero; *la cantidad de dinero es el otro factor, que combinado con la preferencia por liquidez, determina la tasa de interés*; y más claro todavía, *porque si bien puede esperarse que, coeteris paribus, un aumento en la cantidad de dinero reduzca la tasa de interés, esto no sucederá si las preferencias por la liquidez del público aumentan más que la cantidad de dinero* (J. M. Keynes, *Teoría general de la ocupación el interés y el dinero* (1970) 18, II, pp. 152 y 156).

Pero veamos cómo entiende Keynes la preferencia por la liquidez en la *Teoría general*. Desde el principio debemos dejar claro que el concepto de preferencia por la liquidez que nos interesa aquí, es el de preferencia por la liquidez que va asociada a una situación de incertidumbre y de falta de confianza, en que la gente prefiere dinero contante y sonante a cualquier otro tipo de activos; una situación como la que tuvo lugar con la gran recesión que se desencadena en 2008, y de la que a duras penas estábamos saliendo. Una situación, y este es el objetivo de este papel, como la que se está desencadenando con el azote de la epidemia del coronavirus y los graves problemas económicos que se avecinan. Y cuando esto ocurre todos los aumentos en la cantidad de dinero son absorbidos con creces por la demanda de dinero, una demanda de dinero, que se dispara por motivo de precaución. En primer lugar debemos resaltar la idea de que *hay una condición necesaria sin la cual no podría haber preferencia de liquidez por el dinero como medio de conservar riqueza....Esta condición necesaria es la existencia de incertidumbre (Ibídem)*. Así pues, nos interesa especialmente la preferencia por la liquidez por motivo de precaución en situaciones de incertidumbre y de falta de confianza; pues, *pueden desarrollarse determinadas circunstancias en que incluso un aumento considerable de la cantidad de dinero puede ejercer una influencia comparativamente pequeña sobre la tasa de interés; porque ese gran aumento puede ocasionar tal incertidumbre respecto al futuro que la preferencia por la liquidez debida al motivo de precaución puede fortalecerse* (J. M. Keynes (1970) pp. 155-156).

Por lo que se refiere al concepto, *el de atesoramiento puede considerarse como una primera aproximación al de preferencia por la liquidez* (J. M. Keynes (1970) p.157). Ahora bien, tal vez el texto más representativo de la *Teoría general* sea el siguiente: *el pesimismo y la incertidumbre del futuro que acompaña a un derrumbamiento en la eficiencia marginal del capital, naturalmente precipita un aumento decisivo en la preferencia por la liquidez* (J. M. Keynes (1970) p.281).

Un año después de la publicación de la *Teoría general* (1936), se pregunta Keynes, de forma dramática, por los motivos para que *alguien fuera del manicomio debería desear mantener dinero como depósito de riqueza*; y él mismo se da la respuesta: *porque, parcialmente por motivos razonables y parcialmente instintivos, nuestro deseo de mantener dinero como depósito de riqueza es un barómetro del grado de desconfianza de nuestros propios cálculos y convenciones sobre el futuro. Aunque este sentimiento sobre el dinero es en sí mismo convencional o instintivo, opera, por así decirlo, al nivel más profundo de nuestra motivación. Ello ocurre cuando las convenciones más altas y más precarias se debilitan. La posesión de dinero real calma nuestro desasosiego; y la prima que exigimos para deshacernos del dinero es la medida del grado de nuestro desasosiego* (J. M. Keynes, “The General Theory of Employment”, *The Quarterly Journal of Economics*, February, 1937, p.216)

Como se desprende de este texto la preferencia por la liquidez va estrechamente unida a la incertidumbre y a la falta de confianza; y siempre que el estado de confianza cae, la preferencia por la liquidez se dispara. Keynes, a pesar de todo,

también previene de la manipulación del tipo de interés. Puede resultar interesante echar un vistazo a los tipos de interés en la actualidad; pues *existe la posibilidad...de que, tan pronto como la tasa de interés ha bajado a cierto nivel, la preferencia por la liquidez puede volverse virtualmente absoluta en el sentido de que casi todos prefieran efectivo a conservar una deuda que da una tasa de interés tan baja. Es el caso en que el miedo a la inversión de cualquier clase se convierte en total* (J. M. Keynes (1970) p.185). No es necesario forzar el texto anterior para ver cierto paralelismo con el fracaso de los estímulos monetarios en la última gran recesión.

Si algo queda claro del análisis detenido de la preferencia por liquidez de Keynes, es que la misma se dispara en situaciones de incertidumbre y de falta de confianza, una situación en la que ya estamos inmersos, aunque no ha hecho nada más que empezar. Con todo, parece evidente que de la crisis económica, que se avecina, no se va salir solo con políticas de oferta. Tal vez no sea arriesgado postular políticas similares a las emprendidas para reparar la ruina y desolación, que siguieron a la segunda guerra mundial.

BIBLIOGRAFIA

Milton Friedman, “The Keynes Centenary: A monetarist reflects”, *The Economist*, 4 June 1983

J. M. Keynes, *Breve tratado de la reforma monetaria* (1992)

J. M. Keynes, *Teoría general de la ocupación el interés y el dinero* (1970)

J. M. Keynes, “The General Theory of Employment”, *The Quarterly Journal of Economics*, February, 1937,

Allan H. Meltzer, *Keynes's Monetary Theory* (1988)

D. H. Robertson, *Essays in Monetary Theory* (1940).

Robert Skidelsky, *John Maynard Keynes, The Economist as Saviour 1920-1937*, (1992)