



00861 2ej.

UNIVERSIDAD NACIONAL
AUTÓNOMA DE
MÉXICO

UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO
FACULTAD DE ECONOMÍA
DIVISIÓN DE ESTUDIOS DE POSGRADO

MACROECONOMÍA Y POLÍTICA MONETARIA
Ensayos sobre tópicos relevantes

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

TESIS

QUE PARA OBTENER EL GRADO DE

MAESTRO EN ECONOMÍA

P R E S E N T A

HUGO JAVIER CONTRERAS SOSA

mayo de 1992
Cd. Universitaria, DF



Universidad Nacional
Autónoma de México



UNAM – Dirección General de Bibliotecas Tesis Digitales Restricciones de uso

DERECHOS RESERVADOS © PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL

Todo el material contenido en esta tesis está protegido por la Ley Federal del Derecho de Autor (LFDA) de los Estados Unidos Mexicanos (México).

El uso de imágenes, fragmentos de videos, y demás material que sea objeto de protección de los derechos de autor, será exclusivamente para fines educativos e informativos y deberá citar la fuente donde la obtuvo mencionando el autor o autores. Cualquier uso distinto como el lucro, reproducción, edición o modificación, será perseguido y sancionado por el respectivo titular de los Derechos de Autor.

I N D I C E

	pág.
Introducción	1
Capítulo I	5
Capítulo II	33
Capítulo III	72
Referencias	98

INDICE DESGLOSADO

Introducción	1
Capítulo I DEL PRESTAMISTA DE ULTIMA INSTANCIA Y DE LA CURVA DE PHILLIPS	5
A. EL PRESTAMISTA DE ULTIMA INSTANCIA	6
B. DESEMPLEO Y PRESIONES INFLACIONARIAS EN ESTADOS UNIDOS	17
Capítulo II CREDIBILIDAD Y EXPECTATIVAS RACIONALES	33
A. POLITICA MACROECONOMICA Y CREDIBILIDAD	34
B. EXPECTATIVAS Y ESTABILIZACION	49
Capítulo III BALANZA DE PAGOS Y TIPO DE CAMBIO	72
A. SOBRE LA MODELACION DE LAS FRUCTUACIONES CAMBIA- RIAS	73
B. POLITICA MONETARIA Y BALANZA DE PAGOS	87
Referencias	98

INTRODUCCION

El propósito de este trabajo es exponer, de una manera resumida, algunos planteamientos generales en que se sustentan la teoría y la política monetarias, desde una óptica macroeconómica que enfatiza la continuidad del sistema en su conjunto. Por esta razón no se tratan aquí todos los problemas asociados a la economía monetaria, muchos de los cuales han alcanzado un alto grado de complejidad formal, sino sólo aquellos que están directamente relacionados con la estructura que sostiene y define la totalidad, esto es, con los sillares y mecanismos que garantizan la reproducción del circuito nacional de pagos y, por ende, el funcionamiento regular de los mercados financieros.

La metodología requiere, al menos, de tres puntualizaciones no secundarias, atinentes a la centralidad y preeminencia de Estados Unidos, a la contraposición/yuxtaposición de corrientes teóricas y a la recurrencia al pasado secular. Si bien el objeto de estudio subyacente es tríplice: Canadá, Estados Unidos y México, habrán de tomarse como decisivos los desarrollos de la economía estadounidense, no sólo en la medida en que ésta representa el más importante mercado del orbe con sus lógicas implicaciones (mayor número y monto de transacciones bursátiles, extrema sofisticación

de instrumentos financieros, elevado nivel de automatización en operaciones bancarias, etc.) sino, en especial, por contener la investigación dominante desde el punto de vista de la teoría económica estándar, como podrá constatarse en el prolijo debate al que aquí se atenderá. Por lo demás, el tomar como base al país líder no constituye exabrupto alguno en términos de la historia -- más antigua y más reciente-- del pensamiento económico

La segunda puntualización es de índole doctrinal. Fuera de la variante conocida como "economía política internacional", generada sobre todo por estudiosos de ciertos "tanques de pensamiento" -- como la Brookings Institution, por ejemplo-- preocupados por la ingenua expulsión de los procesos políticos en el análisis económico convencional, cuatro son las orientaciones contemporáneas que la llamada "síntesis neoclásica" considera como prioritarias: el keynesianismo, el monetarismo, las expectativas racionales y la economía de la oferta (Dornbusch-Fischer, 1987, pp. 713-754). Al fondo de este cuadro puede también reconocerse al neoliberalismo radical, con Ludwig von Mises y Frederick von Hayek como patriarcas. Para el seguimiento de tópicos muy localizados, no obstante, pueden observarse algunas áreas de consenso entre las diferentes escuelas, resultados teóricos o empíricos que cubren con amplitud los requisitos básicos aceptados (el "criterio de demarcación") de esta singular comunidad científica. La dificultad medular radica, entonces, en conseguir, por cuanto ello es posible, una combinación equilibrada de vertientes frontal o lateralmente

antagónicas y/o competitivas, dependiendo del campo de trabajo.

Por último, conviene aclarar que en la tentativa por expandir el horizonte de análisis y socavar las inclinaciones pragmatistas que concurren a las polémicas influenciadas por enfoques de muy corto plazo, y pensando también en la esclarecedora sentencia de Eugenio D'Ors, acerca de que todo lo que no es tradición es plagio (Sacristán, 1980), tratará de evitarse la insulsa pretensión de "demostrar" que lo de hoy es siempre nuevo, porque es común que nuestro "hoy" haya comenzado hace mucho.

* * *

Toda la investigación se desarrolló en la División de Estudios de Posgrado (DEP) de la Facultad de Economía (FE-UNAM), contando con la invaluable asesoría del profr. Robert Bruce Wallace, coordinador del área de economía internacional, y con el apoyo institucional del Dr. Antonio Gutiérrez Pérez, jefe de la DEP. Adriana Soria realizó la acuciosa captura de toda la información y Felipe Garcés, encargado de la bibliohemeroteca de la DEP, prestó también valiosos servicios. La Dirección General de Apoyo al Personal Académico (DGAPA) de la UNAM, vía el Proyecto de Finanzas

Internacionales en el que participo, suministró una modesta pero puntual subvención.

CAPITULO I**Del LLR y de la curva de Phillips**

A. El prestamista de última instancia

La banca central de nuestros días tiene como una de sus funciones básicas el evitar aquellas crisis o pánicos de los intermediarios financieros o del público que pongan en peligro la estructura de pagos, al provocar alteraciones masivas y súbitas en la tasa de expansión del medio circulante y, con ello, en el nivel de precios de la actividad económica agregada. A partir de la definición de tales pánicos dada por Stanley W. Jevons en sus Investigations in Currency and Finance de 1884, se identifica como "variables de pánico" a las tasas de interés, las cotizaciones en los mercados bursátiles y las quiebras de los intermediarios financieros. Es por ello que esta cuestión tiene gran importancia para una política monetaria atenta a las capacidades reproductivas del sistema económico.

Por ejemplo, Milton Friedman y Anna Schwartz, en A Monetary History of the United States, 1867-1960 publicada en Princeton en 1963, sostienen que la creación del Sistema de la Reserva Federal (SRF) tiene su origen en el pánico financiero que sacudió a Estados Unidos en 1907 (Donaldson, 1987, p. 3), ante la necesidad de contar con un prestamista de última instancia oficialmente constituido; con lo que, por otra parte, se evidencia el carácter tardío del surgimiento de la banca central en ese país respecto de los otros países industriales. Al paso del tiempo, sin embargo, el sistema de banca central estadounidense irá ganando consenso en cuanto a su

mayor conveniencia, hasta el punto de plantearse un símil del mismo para una Comunidad Económica Europea en vísperas de la unificación monetaria y comercial plena.

Es posible identificar factores "externos" e "internos" que inciden en las quiebras de la banca comercial, en la medida en que producen corridas de los depósitos del público hacia el efectivo y un elevamiento de la tasa bancaria deseada de reservas a depósitos (Bordo, 1990, pp. 18 y 19). Los factores externos son de dos tipos: variaciones en los precios relativos y cambios rápidos en el nivel general de precios. El valor del portafolios del banco, si no está adecuadamente diversificado, se topa con un escollo insalvable ante un cambio en los precios relativos. En la mayoría de los casos, las bancarrotas de los años 20 en Estados Unidos pueden localizarse en instituciones pequeñas ubicadas en regiones agrícolas; mientras que Canadá, exceptuando una quiebra por fraude en 1923, sólo enfrentó cierres, temporales o definitivos, en el mismo período.

Los cambios en el nivel general de precios implican, como resulta obvio, cambios inesperados en la riqueza neta del banco y en las decisiones de inversión. Esta última, que ex ante era sana o podría considerarse así, se convierte en una mala inversión ex post. Durante las deflaciones previas a 1914 se consideraba que la responsabilidad de dichos fenómenos recaía en los altibajos del oro, pero en fecha reciente se atribuyen, por lo general, a la capacidad discrecional de las autoridades monetarias. Una visión

al respecto sostiene que las corridas deben leerse como un mecanismo que impone la disciplina del mercado a los bancos débiles o en problemas, al trasladar los depósitos a los bancos sanos, y mantener sin variación estructural el nivel de reservas de un país.

Los factores internos, tales como una mala administración, deshonestidad o corrupción, o simplemente una decisión bancaria intrínsecamente errónea, pueden combinarse en estos contextos. Al contrario, es posible activar una cámara de compensación de la propia banca comercial que transfiera recursos de una región en auge, con alta liquidez, a una pobre y con reservas escasas. En este punto, excluyendo el sistema de seguros que se ha desarrollado, la autoridad monetaria funge como oferente último de dinero de alta potencia, por cuanto monopoliza la emisión oficial de circulante.

El debate en torno a este punto es lo que constituye, en los hechos, el aspecto nodal de la teoría del prestamista de última instancia, con cuatro posiciones muy diferentes al respecto. La noción del "prestamista de última instancia" se origina en el siglo XVIII con Francis Baring, que en sus Observations on the Establishment of the Bank of England de 1797 trata al Banco de Inglaterra como the dernier resort para generar liquidez en momentos de crisis (Humphrey, 1989, p. 8). Pero es Henry Thornton quien, con sus intervenciones ante el parlamento inglés sobre el

Bullion Report y en An Enquiry Into the Nature and Effects of the Paper Credit of Great Britain de 1802, clarifica y sistematiza las implicaciones del concepto. La doctrina que suele llamarse "clásica" sería complementada por Walter Bagehot con su muy citada obra Lombard Street de 1873, donde retoma y desarrolla las ideas de Thornton. Por tal motivo las tesis de Thornton-Bagehot son las que hoy esgrimen economistas monetaristas como los citados Friedman y Schwartz, o como Allan Meltzer, para quienes los peores casos de pánicos financieros tuvieron su raíz en un desacato de los principios clásicos.

La doctrina clásica que, como se dijo, puede considerarse completada en el siglo XIX destacó tres puntos en particular: la macroeconomía, la orientación hacia el mercado y la noción de la tasa de penalización. El punto de partida o piedra miliar está en el supuesto de que, en una crisis, las acciones del banco central no deben hacer inconsistentes entre sí sus funciones de control monetario y sus deberes de prestamista de última instancia (LLR, por lender of last resort), y mientras más pronta y decididamente actúe los costos podrían ser menores. La responsabilidad del prestamista de última instancia (LLR) es una responsabilidad ante el sistema financiero como un todo y no ante instituciones específicas, amén de que no obliga al banco central a prevenir los choques financieros sino a neutralizar su impacto a nivel agregado (por lo que podría decirse que sí está obligado a prever la

amplitud de la onda de choque a través del sistema, para actuar en consecuencia).

Otra característica del LLR estriba en prestar sin distinciones durante los pánicos a fin de mantener la salud financiera de los activos que la tengan, sin importar de qué tipo fueran éstos, lo que niega la posibilidad de intervenir a favor de instituciones o activos en mal estado. De lo cual, a su vez, se desprenden dos planteamientos básicos. En primer lugar, la obligación del prestamista de última instancia se encuentra, antes que en ningún otro lado, en evitar que los pánicos se expandan a toda la parte sana del sistema y no en rescatar su parte problemática o enferma. En segundo lugar, todo rescate de instituciones insolventes o de alta conflictualidad habrá de suponer una tasa de penalización, en el entendido de que los mecanismos de mercado --tales como precios o colaterales-- no tienen que ser ajenos a los criterios de préstamo del LLR.

Por último, la doctrina clásica estipula que, dado que los objetivos de largo plazo del LLR consisten en una tasa de crecimiento monetario estable y una política creíble que despeje la incertidumbre de los agentes económicos, resulta vital vigilar y prevenir los pánicos inducidos por reducciones del stock de dinero (Thornton) o, al menos, por alteraciones en las reservas de oro que entran en la composición de la base monetaria (Bagehot). Se reduciría así el daño moral y se bajarían los incentivos de la

banca comercial para hacerse de riesgos indebidos, de modo que la fortaleza del sistema financiero no dependa del prestamista de última instancia sino de la salud de sus instituciones individuales: banca comercial solvente antes que prestamista de última instancia con política acomodaticia, sería el precepto (Humphrey, 1975 y 1989).

Si bien en la época de Thornton el desarrollo del sistema financiero no era muy grande --lo que se evidencia en el hecho de que, por ejemplo, el Banco de Inglaterra era en realidad una institución privada que servía como banco del gobierno o en que, por poner otro ejemplo significativo, su monopolio en la emisión de dinero sólo alcanzaba un radio de 26 millas en torno a Londres--, economistas monetaristas como Phillip Cagan, al discutir los determinantes y los efectos de variaciones en la cantidad de dinero de Estados Unidos, conceden gran importancia a la función de los pánicos bancarios con respecto a la estabilidad monetaria. Más en concreto, resaltan las peculiaridades del sistema bancario estadounidense en el siglo XIX, cuya alta vulnerabilidad se palió apenas en 1934, con la introducción del seguro federal de depósito.

La segunda posición, de las cuatro aludidas, es la que favorece operaciones de mercado abierto. Sus proponentes más destacados son M. Goodfriend y R.A. King, con los artículos "Money, Credit, Banking and Payments System Policy" de 1989 --en el volumen de trabajos seleccionados por D.B. Humphrey: The U.S. Payments

Sistem: Efficiency, Risk and the Role of the Federal Reserve-- y "Financical Deregulation, Monetary Policy and Central Banking" de 1988 --en la selección de W.S.Haraf y R.M. Kushmeider: Restructuring Banking and Financial Services in America, promovida por el American Enterprise Institute--. El planteamiento de Goodfriend-King deriva de una definición restrictiva de la política monetaria, consistente en llevar a cabo operaciones de mercado abierto para elevar la cantidad de dinero de alta potencia; la política bancaria consistiría, según el mismo enfoque, en préstamos esterilizados en la ventanilla de descuento, a modo de suministro privado de líneas de crédito, convicción que se refuerza al sostener que el banco central, en términos de costos, no es competitivo con el sector privado en este rubro. La razón de esa disparidad estaría en que aquél puede hacer préstamos plenamente colateralizados a los bancos, mientras que éstos se encuentran impedidos por las regulaciones vigentes.

Otra tesis del enfoque "de mercado abierto" es la de equiparar la diversificación de portafolios anteriormente mencionada con el actual seguro de depósito, a pesar de lo cual el enfoque reconoce la relativa insuficiencia de dicho seguro federal ante choques macroeconómicos y reconoce, por tanto, aunque sesgadamente, la pertinencia de un LLR que inyecte a la economía dinero de alta potencia. En este aspecto cabe resaltar la concordancia con los monetaristas sobre la idea de que la ventanilla de descuento no debe usarse como instrumento de la política discrecional para

apoyar grupos financieros particulares, a menos que éstos atraviesen por dificultades de naturaleza temporal. (Bordo, 1990, p. 21).

La tercera posición se concentra en la asistencia a los bancos insolventes, y cuenta con el apoyo de dos importantes economistas: Charles Goodheart --The Evolution of Central Banks de 1985 y "Why Do Banks Need a Central Bank?", en Oxford Economic Papers de 1987-- y Robert Solow --"On the Lender of Last Resort" en la selección de C.P. Kindleberger y J.P. Laffargue: Financial Crises: Theory, History and Policy en 1982--, que simpatizan con la idea de que el banco central, al tener que responder por el sistema financiero en su conjunto, debe evitar los grandes fracasos bancarios que minan la confianza. Esta pérdida de confianza, por sí misma, debe evitarse, ya que puede expandirse a las instituciones financieramente sanas.

La variante de Goodheart-Solow radica en que califican como mítica la diferencia convencional entre liquidez e insolvencia, puesto que la sospecha de encontrarse bajo tensiones en lo primero acarrea, la mayoría de las veces, la segunda. Aunado a ello, está el que el banco en problemas presenta un obstáculo fundamental para la evaluación de apoyo por parte de la autoridad monetaria: cuál es el valor financiero exacto de sus activos, lo que, a su vez, vela la decisión de situarlo como insolvente, puesto que no se sabe qué tan mala es verdaderamente su posición.

Al debilitamiento de la confianza que surge en el público hacia la institución, además, no se le puede compensar en el corto plazo y resulta muy costosa su reubicación en el mercado financiero. La crítica principal a esta tesis (Bordo, 1990) sostiene que una política de asistencia crediticia indiscriminada "crea un daño moral" y ocasiona que los bancos no se preocupen de ser "tomadores de riesgo" a niveles incrementados. La función del prestamista de última instancia desalentaría, en esas condiciones, el monitoreo de los agentes sobre el banco y su capacidad de enfrentar disrupciones del sistema, puesto que las quiebras virtualmente no existirían.

Finalmente, la cuarta posición es la más extrema: ninguna autoridad gubernamental tiene que asumir el papel de prestamista de última instancia. Son las propias regulaciones públicas, según esta postura, las responsables de que los pánicos se den en la economía, puesto que el mercado, en su dinámica, podría generar un sistema bancario a prueba de pánicos. Entre los principales teóricos de esta concepción se encuentran G.A. Selgin, con The Theory of Free Banking: Money Supply Under Competitive Note Issue de 1988 y "Legal Restriccions, Financial Weakening and the Lender of Last Resort" por aparecer este año en Cato Journal, y G. Gorton, con "Clearing Houses and the Origins of Central Bank in the U.S." de 1985 y (en compañía de D.J. Mullineaux) "Joint Production of Confidence: Endogenous Regulation and 19th Century Commercial Bank Clearinghouses" de 1987.

Para el caso de Estados Unidos se identifican dos restricciones básicas: la prohibición de extender sucursales bancarias por todo el territorio nacional y la prohibición de emitir dinero a la misma banca comercial; eliminar la primera restricción se traduciría en una mayor diversificación de sus portafolios y evitaría bancarrotas derivadas de cambios bruscos en los precios relativos, mientras que levantar la segunda permitiría a la banca emitir todo el dinero que fuese necesario para sus operaciones regulares. El siguiente paso lo dan al introducir las cámaras de compensación y la necesidad de manejar información completa.

El asunto de la información se relaciona directamente con la propagación de las corridas bancarias, ya que éstas podrían evitarse si las emisiones de "notas" de los bancos, una vez desarrollado el mercado secundario correspondiente, conduce a las cámaras de compensación a equilibrar una de las cargas más onerosas de la banca de depósito: la simetría de la información. Incluso si las cámaras de compensación no fueran financieramente sanas o no pudiesen emitir certificados de préstamo, podría regresarse al expediente escocés anterior a 1765, mediante el cual los bancos tendrían el derecho de redimir sus deudas hasta el último día del vencimiento, con pago de intereses adicional a fin de cubrir al depositante por un retardo oneroso. Esta posición, incluso, llega a establecer que la ampliación a todo el país del monopolio de emisión de dinero en 1844 creó la necesidad de un banco central en

Inglaterra, al requerirse el dinero de alta potencia que, a partir de allí, sólo el prestamista de última instancia podría suministrar. Pero no discuten al LLR en el contexto de un choque agregado y sus implicaciones macroeconómicas (Bordo, 1990).

De esta manera, la credibilidad del banco central y su impacto sobre el conjunto de las variables macro no sólo se hallan presentes en la teoría del prestamista de última instancia, sino que reciben un desarrollo ulterior, en especial bajo el esquema analítico de la curva de Phillips y la subsecuente tasa natural de desempleo. Aquí se destacan tanto la rapidez del ajuste del mercado como los diversos costos a él asociados. Por eso resulta conveniente realizar un acercamiento crítico al desarrollo de los problemas inflacionarios y de empleo en el mundo industrial, enfatizando las peculiaridades del caso estadounidense.

B. Desempleo y presiones inflacionarias en Estados Unidos

La eventualidad de un "sobrecalentamiento" de la economía estadounidense ha suscitado aguda controversia entre los formuladores de políticas, públicas o corporativas, así como entre los economistas académicos de aquel país. En la lista de elementos que atizan el debate se cuentan, principalmente, una tasa de desempleo que ronda los 5 puntos porcentuales y un nivel de utilización de la capacidad instalada que rebasa el 80%, esto es, el desempleo y la utilización de la capacidad se encuentran por debajo y por encima, respectivamente, de sus patrones históricos.

No obstante, mientras la capacidad importadora de Estados Unidos --medida por el poder de compra de sus exportaciones totales más los flujos netos de capital-- puede representar un paliativo de corto plazo a las dificultades de una planta industrial saturada en términos relativos o potenciales, no sucede lo mismo con los mecanismos que alteran la configuración del mercado laboral norteamericano, de modo que puede ubicarse aquí una componente medular de las preocupaciones ante un posible rebrote inflacionario.

Por ello en este apartado se analizará de una manera sintética la relación entre desempleo y precios al consumidor en los países industrializados, para, después de un interludio conceptual, centrarnos en los factores demográficos e

institucionales que permiten adelantar la hipótesis de una recomposición en la estructura de la fuerza de trabajo de Estados Unidos y que, si bien con matices diversos, hace pensar en un cambio significativo en la variable clave del asunto que nos ocupa: la tasa natural de desempleo.

Desempleo e inflación en el mundo industrial

La era dominada por los tipos de cambio fluctuantes ha traído un considerable escepticismo acerca de la eficiencia analítica del trade-off de la curva de Phillips, al no verificarse el menú de combinaciones esperado entre las tasas de desempleo e inflación en que quedó convertido el añejo planteamiento que formalizara el economista neozelandés en 1958. Durante las dos mitades en que es posible dividir dicha era, 1973-80 y 1980-87, el comportamiento de la tasa anual de desempleo civil del Grupo de los Siete (G-7) no descendió al elevarse el índice de precios al consumidor, ni viceversa: en los años 70 Canadá, Estados Unidos, Francia e Inglaterra tuvieron simultáneamente tasas ascendentes de desempleo e inflación, es decir, la relación entre ellas fue directa, y en los años 80, a pesar de que en Alemania Federal, Canadá, Francia, Inglaterra, Italia y Japón la relación entre los cambios fue inversa, Estados Unidos, el único país cuyo índice de desempleo declinó, mantuvo una relación directa (véase cuadro 1)

CUADRO 1
Cambio en las tasas de desempleo e inflación

en el G-7, 1973-1987

	Cambios durante 1973-1980		Cambios durante 1980-1987	
	<u>Desempleo</u>	<u>Inflación</u>	<u>Desempleo</u>	<u>Inflación</u>
Alemania	2.2%	-1.5%	4.3%	-5.0%
Canadá	2.0	2.4	1.4	-5.4
EE.UU.	2.3	6.6	-1.0	-9.0
Francia	3.7	5.4	4.7	-9.2
Inglaterra	3.8	7.6	3.0	-12.5
Italia	0.7	9.0	2.3	-14.6
Japón	0.7	-3.5	0.8	-7.4

FUENTE: Federal Reserve Bank of St. Louis, International Economic Conditions, junio de 1988.

No han faltado las tentativas para dar una explicación a la inconsistencia observada en la teoría. Mack Ott, economista del Banco de la Reserva Federal de San Luis, Missouri, por ejemplo, considera que la relación "normal" entre ambos índices se ha visto distorsionada por factores tales como la tasa de inflación esperada, la inversión, la productividad del trabajo, la demografía, la política fiscal y --muy especialmente para el período considerado-- los precios del petróleo; en consecuencia, no podría confiarse en el expediente de una mayor inflación para reducir el desempleo, del mismo modo que las políticas para restringir la inflación no están inevitablemente asociadas con un mayor desempleo.

Si bien la aseveración de Mack Ott no carece de sentido a la luz de los datos expuestos, cabría redondear la argumentación adicionándole el denominado "dilema cruel" y la ley de Goodheart.

El "dilema cruel" t3pico recurrente al inicio de los a1os 60, se refiere a circunstancias pesimistas donde ninguna de las combinaciones disponibles entre inflaci3n y desempleo es aceptable para la mayor1a de electores de un pa1s, es decir, circunstancias bajo las cuales la curva de Phillips no toca ninguno de los puntos de la zona de resultados socialmente tolerables. La Ley de Goodheart, por su parte, formulada por el economista brit3nico C.A.E. Goodheart, postula que cualquier regularidad estadística observada se colapsar3 una vez que las autoridades traten de explotarla con fines pol3ticos.

En un contexto de flotaci3n "sucia" y habida cuenta de la clase de autoridades que el mundo industrial ha conocido, parecer1a ser que el puntual cumplimiento de la Ley de Goodheart podr1a colocar a varios pa1ses europeos, en el corto o mediano plazos, en un "dilema cruel" de car3cter permanente. Por lo pronto el desempe1o de ambas variables durante 1988 no permite optimismos f3ciles. Mientras Jap3n mantiene 1ndices de desempleo excepcionalmente altos respecto de los registros de posguerra, superiores a los 2 puntos porcentuales, junto a una alta variabilidad en su nivel de precios, en rangos de casi 5 puntos, los pa1ses europeos m3s poderosos: Alemania Federal, Francia e Inglaterra, observan tasas de desempleo promedio mayores a los 8 puntos porcentuales y, para el caso de la patria de Shakespeare fuertes oscilaciones en el nivel de precios (V3ase cuadro 2).

CUADRO 2

Desempleo e inflación en el C-5 durante 1988
(como % de la fuerza de trabajo, estacionalmente ajustado)

	FEB.	MARZO	ABRIL	MAYO	JUN.	JUL.	AGOST.	SEPT.	OCT.	NOV.	DIC.
Alemania	8.7	8.8	8.9	8.9	8.9	8.9	8.8	8.7	8.6	8.5	8.4
EE.UU. **	5.7	5.6	5.4	5.6	5.3	5.4	5.6	5.4	5.3	5.4	5.3
Francia*	11.2	10.9	10.6	10.4	10.2	10.4	10.9	11.2	---	---	---
Inglaterra*	9.1	9.0	8.8.	8.7	8.4	8.2	7.9	7.8	7.7	7.5	7.2
Japón	2.7	2.6	2.6	2.5	2.4	2.5	2.6	2.5	2.4	2.4	---

Precios al consumidor

(tasa de crecimiento anualizado)

Alemania	2.3	2.0	2.3	2.0	2.3	1.0	0.7	0.0	0.7	1.3	2.3
EE.UU.	2.9	4.2	4.6	5.3	4.5	4.5	4.8	4.8	4.8	4.1	4.1
Francia	1.7	2.6	3.8	4.1	4.1	3.6	3.6	3.5	3.1	2.3	2.1
Inglaterra	1.6	3.1	10.0	10.0	10.0	3.4	6.6	6.9	10.9	8.0	7.2
Japón	-0.4	-0.4	2.8	4.0	1.6	-2.1	-0.4	3.6	6.5	3.6	-0.4

* Excluye estudiantes, adultos y autoempleados.

**Porcentaje de la fuerza de trabajo civil.

FUENTE: Elaborado con base en datos de Economic and Financial Prospects, varios

Números, Swiss Bank Corporation.

El comportamiento atípico lo representa Estados Unidos, pero antes de abordarlo de lleno conviene llamar la atención sobre el hecho de que mientras la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) ideologiza su diagnóstico sobre el desempleo en Europa Occidental atribuyéndolo, sin más, a rigideces del mercado de trabajo, la evidencia empírica muestra otra cosa. Para el caso de Alemania Federal, v.gr., puede estimarse la similitud que guardó con Estados Unidos en la evolución a la baja de los salarios nominales y reales, o el deterioro laboral expresado por la curva de Beveridge (la relación entre la tasa de desempleo y los puestos vacantes)¹: en 1962 había más de 2 puestos v a c a n t e s p o r c a d a o b r e r o desempleado, y en 1985 por cada 2 vacantes había alrededor de 50 obreros desempleados.² De tal forma que la presunta "rigidez salarial" como causa dominante del elevado nivel de desempleo aparece a las claras como un argumento inverosímil o meramente baladí, y la estabilidad observada por la curva de Beveridge en Alemania durante el último cuarto de siglo se revela como un eufemismo para hablar del empeoramiento estructural del mercado de trabajo en ese país.

Tipos de desempleo en Estados Unidos

¹ Al respecto puede consultarse J. Medoff (1973), donde se evalúa la estabilidad de dicha curva.

² Cfr. Linda A. Bell (1986).

Es probable que la influencia del enfoque monetarista haya cambiado la percepción de que "la tasa de desempleo de la nación -- quizá más que ningún otro indicador de la economía-- hace los titulares de los diarios" estadounidenses³, y hoy sea más común (aunque no necesariamente más atinado) destacar el comportamiento de los precios y la masa de dinero en circulación de entre el conjunto de los agregados vitales. La elección, como es bien sabido, no constituye un cuestionamiento de menor interés, sino que tiene que ver con la perspectiva teórica que se asuma y con la orientación general en ella implícita. Aquí se trata de precisar algunos instrumentos conceptuales que serán de utilidad en la sección final.⁴

Durante los primeros 12 días de cada mes el gobierno de Estados Unidos, vía la Oficina de los Censos y la Oficina de Estadísticas del Trabajo, examina 65,000 hogares a fin de conocer el estado que guardan sus miembros de 16 años o más respecto del empleo y del desempleo. Clasifica como desempleadas a las personas que no tienen empleo durante la semana en que se realiza la encuesta, pero están dispuestas a trabajar, estableciendo además si la persona ha tratado de encontrar empleo en los 30 días precedentes, o espera ser llamada para algún trabajo, o espera información de un nuevo empleo en un lapso de 4 semanas; y

³ Cf. Elizabeth W. Angel (1980).

⁴ Los párrafos siguientes de esta sección se basan en Ellen R. Rissman (1986), y sobre todo en Keith M Carlson (1988)

de acuerdo a la razón del desempleo clasifica así: quienes perdieron su trabajo (desempleo involuntario), quienes lo dejaron (desempleo voluntario), quienes reingresaron (excluidos temporalmente de la fuerza de trabajo por motivos diversos) y quienes buscan trabajo por primera vez.

Las personas clasificadas como empleadas son aquellas que, durante la semana de la encuesta, recibieron un salario en su propia empresa o trabajaron sin él en un negocio familiar, o quienes no trabajaron temporalmente a causa de alguna enfermedad, vacaciones, huelgas, condiciones meteorológicas o por motivos personales. La fuerza de trabajo es la suma de personas de 16 años o más que están clasificadas como empleadas o desempleadas, y sobre cuya base se obtiene la tasa de desempleo (número total de desempleados como porcentaje de la fuerza de trabajo) y su división por sexo, edad, raza, etc.

Fuera de las clasificaciones gubernamentales, en la literatura económica estadounidense la información sobre los tipos de desempleo se agrupa de un modo bien diferente al oficial. Se clasifican 3 tipos de desempleo: cíclico, friccional y estructural. El primero es de naturaleza temporal y expresa las variaciones de la tasa de desempleo originadas por fluctuaciones de la demanda agregada de bienes y servicios, las cuales, a su vez, pueden deberse a las políticas monetaria y/o fiscal o a todo aquello que influye sobre el ciclo económico; el segundo, el desempleo

friccional, es también de naturaleza temporal pero de muy corto plazo, y resulta de cambios relativos en la oferta y la demanda de bienes y servicios entre industrias y ocupaciones, cuando la información acerca de los empleos allí involucrados es defectuosa o cuando los trabajadores cambian de empleo, o lo pierden, o se retiran de la fuerza de trabajo (a este tipo de desempleo se le considera algunas veces como "un aspecto vital para el funcionamiento de una economía de libre empresa"); el desempleo estructural, por último, se presenta por cambios en la demanda relativa de diferentes tipos de trabajo y se distingue del friccional en que: a) su duración es mayor y b) añade a los costos de la búsqueda de empleo, los costos de entrenamiento o de un cambio de residencia.

Ahora bien, desde el punto de vista de las presiones inflacionarias, los tipos de desempleo que interesan son el friccional y el estructural, porque la suma de ambos constituye la "tasa natural de desempleo", es decir, la tasa de desempleo que se presentaría en ausencia de fluctuaciones cíclicas y que, por lo tanto (al menos conceptualmente), sería compatible con una tasa de inflación sostenible en términos macroeconómicos. Dado que las estadísticas gubernamentales ayudan poco para un análisis con esta direccionalidad, generalmente se asume que todos los factores que afectan el desempleo friccional y el cíclico son importantes para estimar la tasa natural, con lo que se pretende distinguir entre altas tasas de desempleo debidas a cambios en la

estructura de la fuerza de trabajo, de aquellas otras originadas por una economía débil --distinción con la cual se evitaría el riesgo de implementar políticas expansivas en un momento poco oportuno y crear o añadir tensiones inflacionarias--. El número de trabajadores ocupados al momento de registrarse la tasa natural es lo que se conoce como "pleno empleo"

Cambios en la composición del desempleo⁵

Es común establecer dos tipos de factores para analizar el desempleo no inflacionario: factores demográficos y factores institucionales, trabajarlos comparativamente tomando como años base aquellos representativos de pleno empleo, de inflación sostenible y sin influencias de conflictos armados. Sin embargo, aquí se abordará primero el desempleo asociado a la magnitud fundamental de toda economía, el producto nacional --o interno-- bruto (PNB), y luego se tratarán las variables convencionales.

La abrupta caída de la tasa de desempleo de 7% a fines de 1985 a 5.5% a mediados de 1988 tomó a muchos economistas por sorpresa,⁶ en la medida en que coincidió, en un principio, con un crecimiento más débil del esperado en el PNB, y porque no se presentaron impulsos salariales al alza ni sacudidas

⁵ Esta sección se basa en los artículos mencionados en la nota 4, más Richard Cantor y John Wenninger (1987) y Lyan E. Browne (1989).

⁶ Ejemplo particularmente representativo lo constituye Lawrence H. Summers (1986).

inflacionarias, lo cual contrastaba con la experiencia norteamericana de fines de los años 70, cuando una caída de la tasa de desempleo a 6% provocó una espiral ascendente tanto en los precios como en los salarios. Así que ya en 1987 la tasa de desempleo de 6% parece contradecir la Ley de Okun.

De acuerdo a Arthur Okun, quien fuera jefe del Consejo de Asesores Económicos del presidente de Estados Unidos, existe una relación entre el PNB real y la tasa de desempleo. Dicha relación se construye a partir de una estimación econométrica de la sensibilidad de la tasa de desempleo a los cambios en el alza del PNB; y se usa también para calcular un crecimiento del PNB potencial compatible con una determinada tasa de desempleo. Aunque en su diseño original la ley de Okun estipulaba que la tasa de desempleo se mantendría estable si se conseguía un crecimiento aproximado del PNB real del 4%, más tarde la tasa fue situada en 2.5% por muchos analistas, bajo el concepto de que ello permitiría añadirle a la ley elementos más dinámicos, tales como los cambios en la productividad o el crecimiento de la fuerza de trabajo. Pero a raíz de la caída del índice de desempleo ha surgido la interrogante de si dicha ley no ha fenecido también: del segundo trimestre de 1986 al segundo trimestre de 1987 la tasa de desempleo cayó casi un punto porcentual, en tanto que el PNB se incrementó muy ligeramente a 2.5%, y cosa parecida puede encontrarse en los pronósticos macroeconómicos de la Oficina Presupuestaria del Congreso.

Con esto tenemos ya una primera respuesta posible al asunto principal. Partiendo del hecho de que, en las condiciones descritas, la inflación inducida por los salarios no se ha presentado, las cifras sugieren que la tasa natural de desempleo o NAIRU (non accelerating inflation rate of unemployment), como le llaman otros autores, ha descendido respecto a su magnitud de 1977 (si bien en algunos rubros desagregados la tendencia parece ser la inversa, la combinación de datos agregados y desagregados permite afianzar la anterior conclusión). Por lo que toca a la Ley de Okun, en cambio, la duda subsiste, puesto que los márgenes de error son demasiado grandes y difícilmente atribuibles a desarrollos inusuales en determinados segmentos del mercado de trabajo; situación que se complica al observar la declinación de las manufacturas en términos de personal ocupado: 29.6% del empleo total no agrícola en 1967, contra 19.1% en 1986, según la Oficina de Estadísticas del Trabajo, es decir, con el decrecimiento del empleo manufacturero se pierde el indicador que históricamente anunciaba presiones salariales que se difundirían al conjunto de la economía estadounidense.

Los factores demográficos, por otra parte, pueden abordarse mediante la trayectoria seguida por la tasa de desempleo total, dado que ésta es en realidad el promedio ponderado de diversas tasas, pero necesita precisarse con la composición de la fuerza de trabajo. Durante el período 1956-1979 los cambios demográficos fueron muy significativos: si relacionamos la tasa total con la

tasa ponderada de cada año y medimos la distancia porcentual resultante (0.8 pts), por contraposición al spread entre las tasas totales de 1956 y 1979 (1.8 puntos), esto es, aumentó la presión en el mercado laboral debido a un cambio en la composición en la fuerza de trabajo hacia grupos más jóvenes. Y, complicando un poco más las cosas, la amplificación del diferencial entre desempleo total y hombres de la llamada prime-age pasa de 1.2% en 1956 a 2.5% en 1979 elevando la tasa natural de desempleo, pero tan sólo para invertir la tendencia hacia fechas recientes: la distancia porcentual entre la medida total y la ponderada se ha reducido a casi cero puntos, o sea, la tasa natural volvió a caer. Por lo que podríamos concluir que, desde un punto de vista demográfico, las variaciones en la composición de la fuerza de trabajo, al menos a partir de 1979, han traído consigo una tasa natural de desempleo más baja (véase cuadro 3).

CUADRO 3
Tasas alternativas de desempleo

	Tasa Total (1)	Tasa Ponderada (2)	Tasa Hombre 1a Edad (3)	(1-2)	(1-3)
1956	4.1%	4.3%	2.9%	-0.2%	1.2
1973	4.9	4.4	2.6	0.5	2.3
1979	5.9	5.3	3.4	0.6	2.5
1980	7.2	6.6	5.2	0.6	2.0
1981	7.6	7.1	5.5	0.5	2.1
1982	9.7	9.2	8.0	0.5	1.7
1983	9.6	9.2	8.2	0.4	1.4
1984	7.5	7.2	5.9	0.3	1.6
1985	7.2	7.0	5.6	0.2	1.6
1986	7.0	6.8	5.6	0.2	1.4
1987	6.2	6.1	5.0	0.1	1.2

Para su cálculo se ha usado la composición promedio de la fuerza de trabajo en 1956 y 1987.

FUENTE: Keith M. Carlson, "How Much Lower Can The Unemployment Rate Go?", Review, vol. 70, num. 4, FRB of St. Louis, julio-agosto de 1988.

Por último, se encuentran los factores denominados "institucionales", entre los que hallamos el salario mínimo, los impuestos, los cambios en la demanda, etc. Estos factores también llamados a veces "estructurales" no son siempre fáciles de cuantificar en su integración con la tasa no inflacionaria de desempleo. El cambio en la distribución de la fuerza de trabajo mencionado arriba, yendo al quid, significa que la generación conocida como los baby-boomers, que llegó al mercado de trabajo al inicio de los años setenta e impulsó la tasa natural de desempleo, está dando lugar --merced a su mayor educación, a su mejor entrenamiento técnico y profesional, etc.-- a la generación que ya

se ha comenzado a llamar baby-busters y que condujo a la caída de medio punto de la tasa natural de desempleo a partir de 1979.

Puesto que --más allá de toda euforia republicana-- el salario mínimo real de 1987 fue menor al de 1956, e incluso menor que el de 1973 (al menos si establecemos como medida de comparación al salario promedio por hora en el sector privado no agrícola), la justificación que al respecto se aduce permite avanzar nuevas conjeturas sobre la neutralidad científica de la economía: a partir de 1979 "los movimientos del salario mínimo han tenido un efecto positivo sobre el mercado de trabajo; su declinación ha reducido la tasa natural de desempleo". La presión fiscal (tax edge), por su parte, influye sobre la alternativa trabajo-ocio, porque refleja --desde la óptica de la oferta de trabajo-- la brecha entre el salario real que los capitalistas están dispuestos a pagar y el valor de ese salario una vez descontados los impuestos; dado que puede suponerse razonablemente que una mayor presión fiscal reduce la oferta de trabajo, los puntos porcentuales que aquélla se eleva impactan a está: del 21% de 1956 al 32% de 1987 la elevación de la presión fiscal ha sido diferenciada y a la baja (rápida de 1956 a 1973, más suave de 1973 a 1979 y casi tenue de 1979 a 1987), por lo que puede afirmarse que fue poco significativa durante los años 80 en lo que hace al problema que nos ocupa (véase cuadro número 4).

CUADRO 4
ESTADOS UNIDOS: RESUMEN DE LOS EFECTOS
SOBRE LA TASA NATURAL DE DESEMPLEO, 1956-87

Factor	1956-73	1973-79	1979-87
Cambio demográfico	↑	↑?	↓
Salario mínimo	↑?	↑	↓
Ventajas del desempleo	↑	↓?	↑?
Presión fiscal	↑	↑	0
Cambio de la demanda	↓?	↓?	↓?

NOTA: Las flechas indican la dirección del efecto sobre la tasa natural de desempleo. El signo de interrogación indica que el efecto es probablemente pequeño. El cero indica que no hay efecto alguno sobre la tasa.

FUENTE: Keith M. Carlson, "How Much Lower Can the Unemployment Rate Go?" Review, vol. 70, No. 4, FRB of St. Louis, julio-agosto de 1988.

Así, aparte de mostrar las dificultades para fijar una tasa de sustitución simple entre desempleo y nivel de precios, las anteriores consideraciones permiten afirmar la existencia de cierto cambio estructural en la economía estadounidense, uno de cuyos resultados visibles es el descenso de la tasa natural de desempleo a niveles inferiores a los de 1977 ó 1979.

C A P I T U L O I I

Credibilidad y expectativas racionales

A. Política macroeconómica y credibilidad

Análogamente a la disputa sobre las funciones del prestamista de última instancia, pero en un marco más amplio, se han desarrollado dos planteamientos básicos acerca de los aspectos monetarios de la política macroeconómica. El núcleo racional de los mismos ha sido bien sintetizado por Karl Brunner, en una alocución ante el Comité de Banca, Finanzas y Asuntos Urbanos de la Cámara de Representantes, los primeros días de febrero de 1977. Los proponentes de políticas expansivas y los defensores del crecimiento monetario estable son caracterizados por Brunner a partir de cuatro suposiciones centrales, y aunque él mismo pertenece al segundo grupo por su base doctrinal monetarista, vale la pena atender a sus palabras en la audiencia sobre conducción de política monetaria convocada por el Congreso estadounidense.

El grupo activista se identifica por (1) considerar al pleno empleo como la prioridad máxima, (2) impulsar para tal propósito el crecimiento monetario, (3) prescribir la sintonía fina monetaria para mantener el pleno empleo así conseguido y (4) considerar que el costo de mantener la inflación heredada es menor que el de intentar erradicarla, esto es, que se puede vivir con inflación. El grupo de crecimiento monetario estable, por el contrario, se define por (1) atribuir la máxima prioridad al combate antiinflacionario, sin el cual --sostiene-- no son posibles ni la eficiencia económica ni un alto nivel de empleo, (2) hacer

consistente la tasa de crecimiento monetario con un nivel de inflación cero, (3) preferir el establecimiento de reglas que eliminen la discrecionalidad presupuesta en la sintonía fina y (4) considerar que el costo de erradicar la inflación es menor que el costo de mantenerla.

La analogía viene dada por el hecho de que ambos grupos, protagonistas de una acalorada discusión en los primeros años de la recuperación estadounidense en los 70, tienen continuadores hasta nuestros días y son, en el fondo, tributarios no siempre conscientes de las orientaciones de política bordadas por Thomas Attwood y John Stuart Mill a principios del siglo XIX. De modo que lo realmente nuevo consistiría apenas en la incorporación de las técnicas exactificadoras, tales como la econometría, y poco más. Nos encontramos, entonces, en el horizonte conceptual bosquejado hace una centuria y media. Eso es lo que da sentido a un examen atento de la controversia Attwood-Mill, celebrada en Inglaterra después de las guerras napoleónicas, en medio de un fuerte desempleo y de un estancamiento de la vida industrial.

La visión de conjunto de Attwood está articulada por el convencimiento de que "el empleo es un derecho al cual un buen ciudadano puede aspirar en su país sin cualquier tipo de degradación u obligación", tal como escribió a Arthur Young en 1818. En su testimonio de 1832 ante un comité parlamentario, al preguntársele si el desempleo debía combatirse con la emisión de

dinero replicó que, como principio general, el gobierno debía depreciar el dinero hasta conseguir el pleno empleo y la prosperidad del país. Y la tarea legislativa tenía también, en la atención a la demanda de trabajo, "su primer y más importante obligación", según la carta que dirigió a Robert Peel. Para él el pleno empleo se definía como un exceso de plazas vacantes respecto de las personas desempleadas, y a partir de allí derivaba la cantidad apropiada de dinero: la emisión monetaria debía alentarse hasta el momento en que la demanda de trabajo fuese permanentemente más grande que su oferta, como puede verse en su carta a The Times del 4 de diciembre de 1843. "No existe otra medida correcta para saber si el medio circulante es excesivo o escaso".

El desarrollo de su noción de pleno empleo condujo a Attwood a establecer una asociación entre determinados niveles de precio del trigo --que representaba un tosco índice del costo de la vida, como muy bien ha hecho notar Humphrey (1977)--, los salarios agrícolas --como costo nominal del trabajo-- y la tasa de interés. Si, por ejemplo, los precios y los salarios fuesen bajos y las tasas de interés fuesen altas, la autoridad monetaria debía intervenir con una expansión del circulante para restaurar los niveles de equilibrio y, por tanto, el pleno empleo. La contracción monetaria estaría prescrita por la situación inversa. Su compromiso con el pleno empleo lo llevó al punto de aceptar un sistema de papel moneda no convertible, es decir, cancelar el patrón oro, y tipos de cambio flexibles, si ese objetivo máximo mostrase algún

tipo de incompatibilidad con el patrón monetario y el régimen cambiario.

"La asociación de Attwood a niveles dados de salarios y precios con un cierto nivel de empleo corresponde al uso actual de la curva de Phillips que relaciona la inflación y el desempleo. Asimismo, (...) la crítica que John Stuart Mill dirigió a Attwood sobre este punto es similar a las críticas modernas de la curva de Phillips. Como los críticos modernos de la curva de Phillips, Mill argumentó que no se podrían vincular variables económicas reales a variables económicas nominales (ya sea salarios, precios, tasas de interés o el stock de dinero) debido a que no existe una relación permanente entre los dos tipos de variables, es decir, son independientes unas de otras en el largo plazo. Nótese también que la versión de la curva de Phillips por Attwood se refería a niveles de salarios y precios más bien que a la tasa de inflación. En su época era natural pensar en términos de un nivel de precios estable en el largo plazo, con bajos o altos precios correspondientes a bajas o altas tasas de inflación de hoy" (Humphrey, 1977).

En concordancia con la sintonía fina monetaria por él defendida, Attwood creía que el mercado no se autorregulaba, y ello tornaba necesarias las políticas estabilizadoras, lo que implicaba un pronunciamiento en favor de la capacidad discrecional de las autoridades monetarias en vez de someter a éstas a ciertas reglas

para el crecimiento estable del medio circulante. Si la propia economía no tendía a la estabilidad la imposición de dichas reglas redundaría en una mayor inestabilidad y en un más alto nivel de desempleo, puesto que la demanda de dinero no sería dúctil respecto a la administración monetaria y podría haber, por ejemplo, una sobreemisión monetaria. En su correspondencia con J. Sinclair, de 1826, Attwood postuló que "en caso de ocurrir algún pánico repentino, que ocasionase una demanda inusual de dinero... el papel no convertible instantáneamente se expande a sí mismo hasta equipararse a la demanda y la demanda queda así cubierta y el daño permanece", en cambio, "cuando la confianza del público es alta y los instrumentos del crédito tienen una tendencia a expandirse ellos mismos en exceso, el más insignificante toque sobre la base de la no convertibilidad de la circulación reduce instantáneamente el total". La emisión o el retiro de las notas bancarias garantizarían el pleno empleo.

La función propulsora que sobre la economía cumple el proceso inflacionario es también cosa destacada en el pensamiento de Attwood, siempre que el ascenso de precios sea gradual. De acuerdo con él la depreciación del dinero restaura la actividad industrial, la confianza, la producción, el consumo y "todo lo que constituye la prosperidad comercial de una nación" (Cf. al respecto The Remedy: or, Thoughts on the Present Distresses, 1816). El vínculo entre aquella y éstos se establece al reducirse el peso de los costos fijos y elevarse las ganancias, lo cual induce una más

intensa actividad económica general. "Específicamente, un incremento en el gasto agregado inducido por el circulante eleva los precios del producto mientras los costos fijos permanecen constantes en términos nominales. El margen resultante entre precios y costos incrementa las ganancias actuales y conduce a la formación de expectativas optimistas de las ganancias futuras. Estas ganancias, actuales y esperadas, acicatean la producción y el empleo. Las ganancias son, claramente, la clave para una mayor productividad económica, y la inflación eleva las ganancias al generar una brecha entre los precios y los costos fijos" (Humphrey, 1977, p. 245).

En lo que toca a la deflación y a su relación con la escuela clásica no están de más un par de comentarios. Primeramente, según nuestro autor, las contracciones deflacionarias del circulante conducían a la destrucción de la confianza, de la producción y del empleo, y estos factores en su comportamiento, a su vez, provocaban nueva deflación (recuérdese que la economía en esta concepción no tiende a la estabilidad vía el mercado); dado que lo anterior no podía sino llevarnos a una caída de las ganancias, bien puede hablarse de un efecto multiplicador negativo de las caídas de precios, con la resultante de una pérdida irreparable del nivel de pleno empleo. Según Humphrey (1977), a pesar de que estas opiniones poco ortodoxas no le permitieron ser incluido en la escuela clásica, la colisión de Attwood con ésta no se encuentra en el instrumental analítico ni, en sentido estricto, en la teoría, sino

en los objetivos inmediatos de política: pleno empleo versus valor estable del dinero --en el marco del patrón oro--. Para la escuela clásica la inflación interna propugnada por Attwood conduciría al desequilibrio externo --con su drenado de reservas-- y al desastre generalizado.

El combate a los planteamientos del banquero de Birmingham fue encabezado por el economista y filósofo John Stuart Mill, en sus escritos "The Currency Juggle", de 1833, y Principles of Political Economy, de 1848 (en especial en el capítulo 13). La crítica de Mill llama la atención por incorporar el manejo de las expectativas a través del tiempo y rechazar la posibilidad de que exista ilusión monetaria permanente. Un incremento nominal de la demanda agregada, siempre que sea sorpresivo para los agentes económicos, tenderá a producir la impresión de que la demanda ha subido por una variación en los precios relativos y no por un aumento generalizado de ellos. La correlación del sobrecalentamiento de la economía, una vez que los agentes han ajustado sus expectativas -al observar que no se trataba de un fenómeno real-, provoca entonces una respuesta recesiva o, por lo menos, una tasa de crecimiento inferior a la potencial o a la media histórica. Lo que lleva a los agentes económicos a disipar la ilusión monetaria no es otra cosa que el propio poder de compra de una cierta cantidad de dinero; hay más papel en manos del público pero con él se compran menos bienes que antes. Por eso la inflación no puede estimular permanentemente el crecimiento.

El proceso inflacionario, además, implica toda una serie de trastornos para la economía, tales que rebasan a los beneficios esperados del mismo. En un análisis parecido a lo que hoy denominamos la "tasa natural de desempleo", Mill rechazaba la concepción del pleno empleo de Attwood, estableciendo que "el sano funcionamiento de la economía requiere que en algunos canales el capital conduzca al pleno empleo, mientras que en otros no"; dada la estructura económica se torna necesario mantener un cierto nivel de recursos ociosos, tanto humanos como de capacidad instalada, a fin de alcanzar el equilibrio en el nivel de actividad económica. A pesar de la crudeza de esta tesis no puede adjudicarse a Mill despreocupación sobre las derivaciones sociales. En aras de la integridad y de la buena fe recalcó los efectos redistributivos de la riqueza en un juego de suma cero: el ingreso y la riqueza sufren un rápido cambio de manos (de los deudores a los acreedores), se lleva a cabo una confiscación gigantesca (al reducirse las deudas del estado, por ejemplo) y, puesto que la riqueza real sólo cambia de manos, se presenta un juego de suma cero.

Precisamente el interés del Estado por depreciar sus deudas hace inviable, de acuerdo a Mill, la discrecionalidad de la política monetaria, puesto que "la tentación de sobreemitir, en ciertas emergencias financieras, es tan fuerte que nada es admisible que pueda tender, así sea un mínimo grado, a debilitar las barreras que la restringen"; incluso, en un plano más

filosófico y aún reconociendo las mejores intenciones en la autoridad monetaria, Mill consideraba que el ser humano no podía estar sujeto a poderes discrecionales, de modo que eran imprescindibles ciertos contrapesos automáticos a la sobreemisión de dinero. De ahí que pregonase reglas estrictas para un sistema monetario basado en el precio del oro y en libre convertibilidad.

Por último, aunque Mill no discutió la relación costo-beneficio del movimiento de los precios, la opinión generalizada de la época, si atendemos a Denis P. O'Brien (The Classical Economists, Oxford University Press, Londres, 1975, p. 165), era que la deflación y sus efectos nocivos podían compensarse con incrementos en la oferta monetaria, pero "el inflacionismo de Attwood contenía en germen los peligros de la hiperinflación" que destruiría no sólo la convertibilidad de la moneda en oro sino la moneda misma, por lo que los supuestos beneficios serían mucho menores que los costos al intentar convivir con la inflación a alentarla.

"El debate Attwood-Mill finalizó con los descubrimientos de oro australiano y californiano a mediados del siglo XIX que suministraron una expansión monetaria largamente buscada (...). Pero los temas y los puntos de vista del debate sobreviven y florecen hasta nuestros días, como lo confirma el reciente testimonio congresual de Karl Brunner. (...) Las raíces de este debate se encuentran en la temprana controversia Attwood-Mill.

(...) Al menos tres conclusiones pueden sacarse de este hecho. Primero, los economistas modernos, con todos sus modelos econométricos sofisticados y sus computadoras de alta velocidad, han avanzado poco más allá que sus predecesores del siglo XIX en la comprensión y el conocimiento de los costos y el control de la inflación y el desempleo. Segundo, ningún lado ha convencido al otro todavía, puesto que de otra forma el debate hace tiempo descansaría en paz. En otras palabras, ningún lado ha suministrado pruebas conclusivamente correctas o ha demostrado los fallos del otro, lo que sugiere que nadie tiene el monopolio de la verdad. Tercero, si es éste el caso, lo más probable es que el debate continúe mientras la inflación y el desempleo se mantengan como los principales problemas a resolver" (Humphrey, 1977, pp. 249 y 250).

No obstante, la agudeza y buen sentido de las observaciones de Humphrey, parece conveniente decir algo más sobre el problema de la credibilidad de la autoridad monetaria y de la política macroeconómica a fin de no desatender algunos de los desarrollos generados por la hipótesis de las expectativas racionales. La inconsistencia temporal, el establecimiento de reglas y las soluciones alternativas mostrarán también, a fin de cuentas, lo acertado de los comentarios arriba reproducidos.

El escepticismo domina a los agentes económicos a la hora de evaluar la capacidad de la autoridad monetaria para contener la inflación, sobre todo a raíz de que hacia fines de los años 70

irrupieron choques de oferta y políticas fiscales expansionistas que implicaron cambios en la estrategia monetaria convencional. Complementariamente, los años 80, bajo el liderazgo ideológico del neoliberalismo económico, fueron testigos de un sensible cambio de percepción en lo tocante a la importancia relativa de la inflación y el desempleo. Mientras en los 60 podía afirmarse que "la tasa de desempleo de la nación -quizá más que ningún otro indicador de la economía- hace los titulares de los diarios" (Angle, 1964, p. 14), en la actualidad es la inflación el enemigo a vencer para garantizar el crecimiento estable del producto. La credibilidad de la política macroeconómica, en este nuevo ambiente de confianza en el carácter autorregulador del mercado, se ve socavada cuando se intenta mantener la tasa de desempleo a niveles ahora vistos como "irrealistamente bajos" (Sibert y Weiner, 1988).

Esa creencia se fundamenta en el reconocimiento (un tanto contradictorio) de que no es posible obtener simultáneamente bajas tasas de desempleo e inflación sino, más bien, una relación inversa entre ambas (a mayor desempleo menor inflación y viceversa) conocida como la "curva de Phillips" en honor al economista neozelandés que a fines de los años 50 estableció algunas asociaciones econométricas base del planteamiento. Cuando los procedimientos de política son discrecionales existe la posibilidad de que en el banco central, con el propósito de alcanzar alguno de los dos objetivos, pronuncie metas que llegado el momento incumpla, esto es, que al pasar el tiempo la actuación del banco central no

sea consistente con los anuncios previos. Esta inconsistencia temporal derivada de poderes discrecionales otorgados por ley a la autoridad reguladora se relaciona muy estrechamente con la sintonía fina monetaria, dado que la autoridad puede tratar de ajustar en el tiempo la tasa de desempleo verificada a su tasa conocida como "natural". La tasa "natural" de desempleo, cuya formulación general puede verse en Mill, es la tasa de desempleo compatible con la estabilidad de precios; por tanto, la tasa de desempleo existente en una economía al conseguirse la estabilidad de precios es la tasa natural, y podrá variar en el tiempo (sobre todo debido a factores institucionales y demográficos) y de país a país.

Empero si se pretende hacer uso de la discrecionalidad para alcanzar determinadas metas en el tiempo resulta decisivo incorporar las expectativas de los agentes. La autoridad monetaria no podrá bajar la tasa de desempleo si las políticas inflacionarias son anticipadas por los trabajadores y las firmas: éstas consideran sus contracciones en función del salario real a pagar, aquéllos tomarán el empleo según la verdadera capacidad adquisitiva del salario nominal. En otras palabras, si ha sido incorporada a las expectativas de los agentes la política inflacionaria, no bajará la tasa de desempleo y tan sólo mantendrá las distorsiones preexistentes del mercado de trabajo. La única manera como dicha política tendrá tal efecto es no anunciándola, lo que puede hacerse indefinidamente, es decir, esta disminución del desempleo sería de carácter temporal y plantearía un problema de credibilidad al banco

central."Incluso si un banco anuncia una estricta política antiinflacionaria y tiene la intención de apegarse a ella, tiene (también) un incentivo para apartarse de la misma una vez que se han fijado los salarios nominales. Esta tentación para permitir la inflación una vez que se han fijado los salarios nominales es la esencia del problema de la inconsistencia temporal" y "el supuesto de que un banco central es percibido como deseoso de mantener el desempleo artificialmente bajo es un elemento crítico en el argumento de que encara un serio problema de credibilidad" (Sibert y Weiner, 1988, p. 7).

A pesar de no existir un consenso claro en torno a estos problemas, sus posibles salidas y los aspectos teóricos involucrados y todavía no resueltos (como la compatibilidad entre el bienestar social y las preferencias individuales o la eliminación de distorsiones en el mercado de trabajo), "la principal conclusión de la literatura sobre la credibilidad del banco central es que éste tenderá a adoptar políticas inflacionistas, a menos de que se encuentre una forma de limitar su discrecionalidad" (Sibert y Weiner, 1988, pp. 8 y 9). La adopción de reglas emerge así de inmediato y se plantean interrogantes más precisas sobre su naturaleza y problematicidad intrínsecas, desde la fijación de un crecimiento monetario estricto hasta uno ajustado por choques de oferta y por la demanda de dinero.

Si la oferta monetaria crece a una tasa fija la credibilidad desaparece como problema al igual que la inflación súbita o sorpresa. Pero como la economía no se encuentra libre de choques de oferta (por ejemplo, una sequía) o de demanda de dinero no existe forma de compensar, desde la política monetaria, los costos resultantes. Puesto que los choques de oferta son plenamente reconocibles por los agentes, se abre la oportunidad para relajar la regla y permitir que sólo en esas circunstancias, es decir, bajo choques de oferta, el banco central intervenga, y se mantiene el problema de los choques de demanda de dinero. Y de éstos (una crisis financiera, digamos), a su vez, se vuelve al punto de partida: si se permite al banco central intervenir para minimizar los costos nos encontramos con el poder discrecional y con el problema original de la credibilidad, puesto que tales choques no son fácilmente identificables por el público. Una variación en la demanda de activos líquidos, por ejemplo, sólo puede sugerir políticas mediante la estimación empírica de funciones de demanda de dinero (Sibert y Weiner, 1988).

Las soluciones alternativas se han enfocado al entorno económico: la indización salarial, el conservadurismo bancario y las relaciones de largo plazo. La primera significa que a cada variación porcentual del nivel de precios corresponde una variación idéntica -en magnitud y dirección- del nivel salarial, lo que elimina el problema de la credibilidad al cancelar la posibilidad de que el banco central altere la tasa de desempleo para mantener

el lfo de los choques de oferta -que moverían la tasa natural-. La segunda consiste en un banco central conservador ("que rechaza la inflación más de lo que la sociedad lo hace") que tendría resuelta la credibilidad pero, por su propia definición, no sería proclive a paliar los choques de oferta, con la consiguiente pérdida de producto y empleo. La tercera solución sería que el banco central se condujese de acuerdo a las expectativas de los agentes, pero es problemática por cuanto la autoridad tiene también que atender los choques de demanda de dinero. A pesar de todo, como señalan Sibert y Weiner (1988, p. 15), quizá el "enfoque más promisorio" para conducir la política del banco central es aquel que toma en cuenta "la naturaleza de largo plazo de sus relaciones con el público", aunque no deje de ser problemático.

B. Expectativas y estabilización

Realicé mis primeros estudios de macroeconomía cuando la curva de Phillips comenzaba a desplazarse y la explicación común de este desplazamiento era el cambio de las expectativas inflacionistas. Recuerdo mi pesimismo acerca del futuro de la economía cuando parecía que los fenómenos psicológicos eran esenciales para la misma. Las expectativas racionales son una respuesta, aunque no un completo antídoto, a ese pesimismo.

Sheffrin (1983, p. 12)

Las políticas macroeconómicas deberían intentar, sin duda, estabilizar las expectativas respecto a la evolución de la economía, una labor difícilmente separable de la de estabilizar la evolución real. Esto no puede realizarse mediante la introducción de reglas de política que la aislen de las retroalimentaciones de información sobre la economía o de las observaciones y expectativas de otros choques. El que pueda realizarse mejor que en el pasado es una cuestión que continúa mereciendo la atención de los teóricos de la economía y de los econométricos. Pero no debemos dejarnos apartar del tema por la nueva macroeconomía clásica, una construcción intelectualmente ingeniosa que no describe las sociedades en las que vivimos.

Tobin (1980, pp. 65-66)

La escuela de las expectativas racionales, también conocida como "nueva macroeconomía clásica", ha suscitado un intenso debate teórico con correlato empírico entre los más reputados economistas del mundo industrializado. A raíz de un trabajo seminal de John Muth: "Rational Expectations and the Theory of Price Movements", publicado el año de 1961 en la revista Econometrica núm. 29, páginas 315-335, un pequeño grupo de académicos asentado en Carnegie-Mellon desarrolló todo un planteamiento que desafía las bases mismas del análisis estándar al poner en cuestión tanto los fundamentos microeconómicos del comportamiento agregado como la capacidad predictiva de modelos que no operan "en un contexto probabilístico complejo, comerciando con un nutrido conjunto de valores contingentes", "con una gran variedad de tecnologías, estructuras de información y perturbaciones estocásticas posibles" (Lucas, 1987, p. 16).

El impacto de esta controversia en la macroeconomía latinoamericana, aunque difuso e insuficientemente sistematizado, no se ha hecho esperar, sobre todo en relación con el expediente de los planes estabilizadores heterodoxos que algunos gobiernos del subcontinente han hecho suyo. Si bien resulta difícil sostener que la escuela de las expectativas racionales ha adquirido responsabilidad directa por estos o aquellos resultados en tal o cual país, no cabe duda que el proceso de jibarización del Estado --en lo tocante a su política pública-- hoy en curso tiene que ver con la ofensiva doctrinal de dicha corriente y con la

respetabilidad científica imputada a quienes, como ella, trabajan variables agregadas y abanicos de respuestas individuales mediante sofisticados aparatos matemáticos y probabilísticos.

Lejos de pretender seguirles por vericuetos tales, aquí tan sólo se intenta una exposición sumaria de los aspectos que han resultado más fuertemente polémicos. Partiendo de su crítica a la curva de Phillips, se atenderán los postulados básicos y las implicaciones políticas asociadas; como colofón se desarrollan algunas observaciones sobre la implausibilidad de tomar o rechazar en bloque lo que no constituye sino la sólita amalgama de una hipótesis que funciona como clave metodológica y una posición de fines que, al inocularse en los supuestos mismos, arroja determinadas prescripciones en materia de regulación estatal.

1. Las reconstrucciones de la curva de Phillips

No es precisamente pequeña la lista de autores que, en la historia del pensamiento económico, han afirmado la existencia de una relación inversa entre la tasa de incremento de los precios y la tasa de desempleo en una sociedad dada. David Hume (1752), Henry Thornton (1802), Irving Fisher (1926), Jan Tinbergen (1936), Lawrence Klein y Arthur Goldberger (1955), A.J. Brown (1955) y Paul Sultan (1957), por lo menos, precedieron al famoso artículo del profesor neozelandés que en 1958 encontró una relación estable,

en el largo plazo, entre la tasa de desempleo y las variaciones del salario nominal en Inglaterra para el período que va de 1861 a 1913. La asociación entre esa relación y A.W. Phillips parece deberse al artículo publicado en mayo de 1960 por Paul Samuelson y Robert Solow en la American Economic Review: "Analytical Aspects on Anti-inflation Policy", donde formalmente se le confirió dicho nombre, bajo ese influyente patrocinio a dúo.

De cualquier modo, lo relevante para los fines de esta exposición es que "en el corazón de la macroeconomía moderna se encuentra una versión u otra de la famosa curva de Phillips que relaciona la inflación con el desempleo... De hecho, pocas cuestiones de política macroeconómica son discutidas sin al menos alguna referencia a un marco analítico que pudiera ser descrito en términos de alguna versión de la curva de Phillips" (Humphrey, 1986, p. 98). Puesto que los tres más importantes indicadores de la salud de una economía son el producto, la inflación y el desempleo, la curva de Phillips proporcionó también, a los políticos profesionales, una justificación elegante para la dicotomía a la que de continuo deben responder: crecimiento (pleno empleo) con inflación versus estabilidad de precios con deflación (desempleo). Más allá de los errores cometidos en la esfera decisional de la política económica, la incapacidad para conseguir crecimiento con precios estables estaba así justificada por elementos de naturaleza sistémica.

En realidad, la curva de Phillips original establecía una relación inversa no entre el desempleo y la inflación tal cual sino entre el desempleo y el salario monetario, y hubo de efectuarse el cambio incorporando el supuesto de que los precios se relacionan con el alza de los costos laborales unitarios --y de los salarios, por lo tanto--. De modo que el aumento de los precios (p), la demanda excedente en los mercados de bienes y de trabajo ($x(U)$) y el coeficiente de reacción de precios (a) quedaban interconectados y eran útiles, bajo la forma de una sola ecuación, como sigue:

$$(1) \quad p = a x (U).$$

La política macroeconómica tendrá que ser capaz, únicamente, de conseguir una correcta administración de la demanda agragada, sin perder de vista las restricciones implicadas en los desplazamientos a lo largo de la curva: una cierta tasa de inflación correspondía a un cierto nivel de desempleo, y mientras mayor fuese aquélla menor era éste, y viceversa (véase gráfico 1).

Es obvio que cuanto más cerca estuviera la curva de ser una paralela al eje horizontal, bajar unos cuantos puntos la inflación tendría un costo mucho mayor en términos de desempleo; y cuanto más cerca estuviera de ser una paralela al eje vertical, la situación se invertiría. Pero también podría darse el caso de que la curva de Phillips de la economía considerada generase un "dilema cruel", es decir, una situación en cual ninguna de las combinaciones posibles

entre inflación y desempleo fuese tolerada por la sociedad. Esto condujo a la necesidad de llevar a cabo desplazamientos de la curva hacia la izquierda, hacia el origen, mediante la adopción de políticas de ingreso o de políticas estructurales: las primeras operarían tratando de que el valor de (a) fuese cero (congelando salarios y precios, por ejemplo), en tanto la demanda excedentaria abatía la desocupación; las segundas deberían alterar la estructura del mercado de trabajo, elevando los niveles de eficiencia, adiestramiento técnico, etc.

No obstante una cierta dosis de mecanicismo, el análisis de la curva resultaba compatible con diversas interpretaciones acerca de las raíces de la inflación, por lo que su integración a la sabiduría económica convencional no se hizo esperar. Como tampoco se hicieron esperar los aspectos problemáticos, en la segunda mitad de los años 60, al estudiar las mismas variables en la economía estadounidense durante el período 1900-1958. Se encontró que la curva de Phillips no era estable como en Inglaterra debido, en parte, a factores como la productividad, la respuesta de las organizaciones sindicales, etc., comprendidos en un vector (z). Al añadirse este vector a (1) la ecuación quedaba como

$$(2) \quad p = a \times (U) + z.$$

La inclusión de estas variables "marcó la segunda etapa del análisis de la curva de Phillips" (Humphrey), 1986, p. 105). Las

expectativas de los agentes en cuanto al movimiento de los precios, poco después, serían también incorporadas.

En efecto, al iniciar los años 70 la demanda excedentaria dejó de ser considerada una función inversa de la tasa de desempleo ($x(U)$), y se redefinió como el diferencial entre la tasa de desempleo vigente (U) y la tasa natural (U_n), o ($U - U_n$).

Enseguida se estipuló la inexistencia de ilusión monetaria, al estipularse que los agentes económicos firmaban contratos incorporando las posibles variaciones del sistema de precios relativos, es decir, la tasa anticipada de inflación (p^e) daba lugar a

$$(3) \quad p = a (U - U_n) + p^e.$$

Por último, se determinó un mecanismo de aprendizaje de los errores llamado "expectativas adaptativas", de acuerdo al cual "las expectativas se ajustan (o adaptan) por alguna fracción del error del pronóstico que ocurre cuando la inflación resulta ser diferente a la esperada"; el mecanismo se compuso, entonces, de

un error de pronóstico o expectativas ($p - p^e$) y una fracción de ajuste (b) (que podría ser la unidad) que, en términos dinámicos, arrojarían las expectativas de precios:

$$(4) \quad p^e = b (p - p^e).$$

Si se efectúa la sumatoria (\sum) de las tasas de inflación estables (p) en períodos pasados (i), y se relaciona con sus

promedios ponderados, el mecanismo de aprendizaje de los errores se puede reescribir como

$$(5) \quad p^e = \sum_{i=1}^{\infty} v_i p_{-i},$$

lo cual se traduce en que una tasa de inflación estable en el tiempo y una suma de ponderaciones hacen que el miembro derecho de (5) equivalga tan sólo a (p) : cuando las expectativas son adaptativas cualquier tasa constante de inflación será, eventualmente, anticipada por completo, siendo ésta, por tanto, una segunda versión del mecanismo de aprendizaje. La combinación de ambas permitiría observar los impactos recíprocos entre la inflación actual, la inflación esperada y la demanda excedentaria.

La redefinición de la demanda excedentaria, la curva de Phillips aumentada por las expectativas y el mecanismo de aprendizaje de los errores consiguieron un lugar respetable en la teoría convencional y dieron sus frutos. "Estas tres innovaciones (...) constituyeron la base de las celebradas hipótesis de la tasa natural y la aceleracionista que modificaron, radicalmente, la opinión de los economistas y de los formuladores de política acerca de la curva de Phillips a fines de los años 60 y al principio de los 70" (Humphrey, 1986, p. 107). Es entonces cuando surgen dos importantes trabajos de Milton Friedman: "The Role of Monetary Policy", en la American Economic Review de marzo de 1968, y "Quantity Theory", en International Encyclopaedia of the Social

Sciences publicada el mismo año; y surgen también los trabajos de E.S. Phelps: "Money Wage Dynamics and Labor Market Equilibrium", en Journal of Political Economy vol. 76 de 1968, y, en colaboración con otros, The Microeconomic Foundations of Employment and Inflation Theory, publicado en Nueva York dos años después.

La influencia de estos trabajos fue mayúscula para la configuración de lineamientos en política monetaria. Se rechazó la existencia de un intercambio (trade-off) entre la inflación y el desempleo hacia el largo plazo. Cuando la inflación sorprende a los agentes económicos puede estimular el nivel de empleo, pero el efecto será de carácter temporal pues, como vimos, la experiencia será asimilada por los agentes gracias a la existencia del mecanismo de aprendizaje. Así, sólo en el corto plazo la política macroeconómica activista surtirá efecto sobre las variables reales. La tasa de desempleo existente una vez que --a través del tiempo-- se haya llevado a cabo el ajuste de precios, es lo que se denominó "la tasa natural de desempleo", es decir, cuando la ilusión monetaria desaparece el desempleo regresa a su tasa natural o de equilibrio.

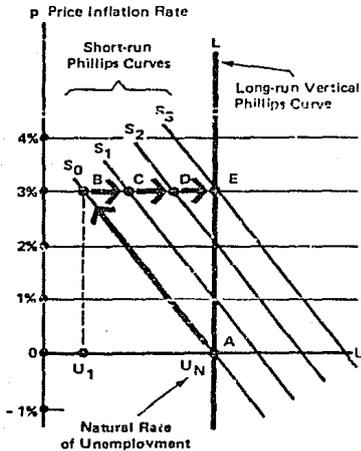
En términos matemáticos, si restamos los precios esperados en ambos miembros de la ecuación (3), obtendremos

$$(3a) \quad p - p^e = a (U_n - U),$$

que indica que el intercambio sólo puede darse entre la inflación no esperada, que es el diferencial entre la inflación presente y la esperada, y el desempleo. Pero si la inflación es plenamente anticipada --como puede desprenderse de la ecuación (5) cuando las tasas de inflación son estables-- una serie de curvas de Phillips de corto plazo, con una tasa natural de desempleo dada, originará una serie de puntos uno sobre el otro: la curva será vertical en el largo plazo. Cualquier intento de desplazar la tasa natural de desempleo hacia la izquierda (reducir el desempleo) provocará una mayor inflación y un retorno, en el largo plazo, a la tasa natural, esto es, el desempleo volverá al punto de partida, al nivel de equilibrio, pero la inflación se mantendrá en su nuevo y más alto nivel. En términos de política esta conclusión (la inexistencia de un intercambio a largo plazo) sugiere la imposibilidad de que la autoridad monetaria pueda reducir el desempleo por debajo de su tasa natural acelerando la inflación (véase gráfico 2).

En sentido inverso pero con peores derivaciones, sólo acelerando continua y sorpresivamente la tasa inflacionaria será posible conseguir una desviación a la baja en la tasa natural de desempleo. Como muy bien señala Humphrey (1986): "el trade-off de largo plazo implicado en la hipótesis aceleracionista es entre el desempleo y el ritmo de aceleración de la tasa de inflación, en contraste con el trade-off convencional entre el desempleo y la tasa de inflación misma como se suponía (implied) en la curva de

Figure 7
**THE NATURAL RATE
 HYPOTHESIS AND ADJUSTMENT
 TO STEADY-STATE EQUILIBRIUM**



The vertical line L through the natural rate of unemployment U_N is the long-run steady state Phillips curve along which all rates of inflation are fully anticipated. The downward-sloping lines are short-run Phillips curves each corresponding to a different given expected rate of inflation. Attempts to lower unemployment from the natural rate U_N to U_1 by raising inflation to 3 percent along the short-run trade-off curve S_0 will only induce shifts in the short-run curve to S_1, S_2, S_3 as expectations adjust to the higher rate of inflation. The economy travels the path ABCDE to the new steady state equilibrium, point E, where unemployment is at its preexisting natural rate but inflation is higher than it was originally.

Phillips original". Si examinamos las implicaciones de (3) y (4) la resultante es que la única política antiinflacionaria sólida es aquella que eleva el desempleo en el corto plazo, puesto que baja las expectativas, creando capacidad instalada ociosa y elevando la oferta. Con estas orientaciones de política, y no sin fuerte oposición de parte de corrientes no monetaristas, se cerraba la tercera etapa de la curva de Phillips.

El enfoque de expectativas adaptativas se enfrentó pronto a toda una serie de evaluaciones estadísticas que minaron su capacidad explicativa, dejando libre el campo para el surgimiento de los nuevos macroeconomistas clásicos y las implicaciones de política con ellos identificadas. Según los nuevos clásicos los agentes económicos son racionales, es decir, utilizan siempre toda la información relevante que está disponible para hacer pronósticos sobre la evolución futura de los precios y, por ello, no cometen voluntariamente errores de predicción sistemáticos sino más bien aleatorios --debidos a la incertidumbre del propio sistema económico, a su falta inicial de conocimientos sobre la operación de ciertos regímenes de política pública, etc.--. El requisito para que dichos agentes sean plenamente racionales es que traten de reducir a cero el peso que el conjunto de factores aludidos tiene sobre sus pronósticos del comportamiento de los precios.

Si todos los agentes actuasen así tendería a cerrarse la brecha entre los precios esperados y el mecanismo que genera la

inflación actual, esto es, las expectativas racionales evitarían que la economía saliese continuamente de su equilibrio de largo plazo y sólo choques fortuitos provocarían desviación en las expectativas de precios, puesto que no existirían mercados en desequilibrio. Y si la inflación no anticipada es la única que puede provocar cambios en las variables reales, en un contexto de mercados estables y en equilibrio, las posibilidades ya no sólo predictivas sino de utilización para la política se ven restringidas casi hasta borrarse, tanto en el largo como en el corto plazo. El aserto monetarista fundado en Friedman-Phelps acerca de la posibilidad de influir en el trade-off en el corto plazo queda así privado de todo sustento.

Llevado a sus últimas consecuencias el planteamiento de expectativas racionales supone a) que ni las autoridades deben tener un poder discrecional --puesto que la inflación no anticipada que están en condiciones de generar rompe la certidumbre de los agentes, en un proceso que se amplifica-- y b) que ni la adopción de reglas (de crecimiento monetario, por ejemplo) puede alterar la evolución de los precios y del desempleo --puesto que toda política sistemática será anticipada por agentes que se cubrirán frente a ella, nulificando los resultados que pretende generar--. De acuerdo a la racionalidad conferida a los agentes en este enfoque, es decir, su constante trabajo predictivo sobre el comportamiento de las variables agregadas, el descenso de la tasa de desempleo de la ecuación (3a) de la curva es imposible de conseguir, porque es

imposible alcanzar la única condición que lo permite: alterar la inflación actual sin alterar la inflación esperada.

Esta neutralización de las políticas públicas alienta la pasividad de la autoridad monetaria. Si es verdad que ni el activismo ni la adopción de reglas influyen sobre las variables reales, sólo queda al tratar de alterar --para determinados fines-- sus valores nominales. Sin embargo, existe una variante radical de este enfoque, la representada por Neil Wallace y Thomas Sargent, que sostienen que bajo ciertas circunstancias ni siquiera los valores nominales pueden ser manipulados por la autoridad monetaria, como indica Rapping (1990). El punto clave que orienta todos estos desarrollos y establece la diferencia con el enfoque de expectativas adaptativas es que las expectativas racionales suponen la inexistencia de rezago alguno entre la inflación actual y la esperada: el ajuste entre ambas es automático, se da en mercados que se equilibran y con individuos que no cometen sistemáticamente errores de pronóstico. Y al negar así que la autoridad influya sobre las variables reales niegan también la posibilidad de que instrumente, con efectividad, una política de estabilización o contracíclica: no hay relación explotable entre inflación y desempleo ni en el largo ni en el corto plazos, no hay política contracíclica efectiva y las regularidades empíricas, cuando las hay, se explican por choques aleatorios.

2. Postulados básicos y estabilización

Los postulados precedentes de esta corriente han conducido a ver en ellos el intento de lograr "la eutanasia de la macroeconomía", como tituló --no sin un dejo de ironía-- Kevin Hoover el capítulo 5 de su libro The New Classical Macroeconomics: A Sceptical Inquiry publicado en 1988. Para sus adherentes, en cambio, el dotar al análisis macro de fundamentos microeconómicos consistentes ha sentado las bases para constituir una nueva agenda de investigación, no indiferente a la economía clásica pero dotada del instrumental técnico más moderno. De esa agenda tres planteamientos deben ser destacados: la credibilidad de la autoridad monetaria, las perturbaciones más importantes del ciclo económico y la reforma institucional.

El problema de la credibilidad consiste en que la autoridad monetaria realiza anuncios (de emprender ciertas políticas) que no siempre cumple, lo que dificulta en extremo el proceso de formación de expectativas racionales. "Supongamos que la Reserva Federal anuncia que va a reducir el crecimiento del dinero y que el público lo cree, y que los salarios aumentan con lentitud. En ese caso, la Reserva Federal llevará a cabo sus planes y las expectativas serían correctas. Supongamos que el público no lo cree y que los salarios continúan aumentando lo mismo que antes. En ese caso, si la Reserva Federal teme una recesión, no cortará la tasa de crecimiento del dinero y el público habrá tenido razón de nuevo.

Este ejemplo ilustra el valor de la credibilidad" (Dornbusch y Fischer, 1987, p.737).

Aunque los nuevos clásicos no descartan los choques de oferta, conviene poner el énfasis en las perturbaciones del ciclo económico derivadas de disrupciones fiscales. La médula del problema estriba en que los aumentos del gasto público tienen un impacto más incierto sobre la economía que las reducciones tributarias. El aumento del gasto puede elevar el salario real y, eventualmente, si las tasas de interés real suben, elevar el ahorro. La disminución tributaria, en cambio, no necesariamente ha de elevar el consumo, porque la experiencia indica a los agentes que dicha disminución hoy será compensada por un incremento impositivo mañana. El tercer planteamiento apunta a un blanco más general: favorecer todo cambio institucional que dote de credibilidad a la autoridad monetaria o que dé certidumbre al contexto macroeconómico en su sentido más amplio. En otras palabras, aun sin un listado específico de recomendaciones de política, los nuevos clásicos suscribirían aquellas que contribuyesen a mejorar las expectativas de largo plazo de los agentes y a dar transparencia al proceso autorregulador del mercado.

La idea de la agenda de investigación puede también encontrar cobijo en el renacimiento de la teoría de juegos aplicada a la política monetaria y a la credibilidad. Esta investigación arrojó los ingredientes de un nuevo experimento monetario: administración

financiera prudente, abstinencia de la intervención discrecional, definición de metas intermedias y anuncio previo tanto de estas como de cualesquier otra política. "La evidencia de este programa y de sus efectos se encuentra en Europa, Norteamérica y Latinoamérica y suministra lecciones adicionales importantes en la administración antiinflacionaria" (Blackburn y Christensen, 1989). Merced a la asimilación de la hipótesis de las expectativas racionales se ha llegado a aceptar que la credibilidad de la política macroeconómica reduce los costos de inflación, al menos entre quienes comulgan con la relación de causalidad que va del método de formación de expectativas al proceso inflacionario. La teoría de juegos, conviene puntualizar, se ha centrado en los factores estratégicos que restringen o influyen la credibilidad, a partir del trabajo "Rules Rather than Discretion: The inconsistency of Optimal Plans" de Finn Kydland y Edward C. Prescott, publicado en junio de 1977 en el Journal of Political Economy.

En íntima relación con el problema de la credibilidad asociado a los costos deflacionarios, "una buena nueva para el Sur, que fluye del enfoque de las expectativas racionales, es que las políticas de estabilización no tengan necesariamente que ser recesivas" (Ramos, 1989, p. 12). El problema surge porque los ajustes en el Sur, en las economías latinoamericanas, no son sólo de sintonía fina --como en cierto sentido se discutían en la curva de Phillips-- sino que implican cambios generalizados de reglas a

fin de trabajar problemas macroeconómicos más severos: "debido a la misma inestabilidad característica de la política económica del Sur, los anuncios de política gozan de poca credibilidad". Un buen ejemplo lo da el Plan Austral emprendido en 1985 en Argentina: las tratativas de congelamiento salarial y de precios eran cada vez más ineficaces y, cerrando la pinza, los rebrotes inflacionarios no eran estables sino cada vez más fuertes. Así, "cada intento fracasado de estabilización eleva el costo recesivo probable del siguiente" (Ramos, 1989), a diferencia del mundo industrial, donde una mayor credibilidad relativa facilita la implementación de la política macroeconómica anunciada.

Otro obstáculo fundamental para la estabilización latinoamericana emana del supuesto implícito en los modelos de expectativas racionales, y no aplicable a Latinoamérica, acerca de la presencia de vigorosos mercados de capital capaces de potenciar la actividad productiva privada y cubrir los requerimientos de las finanzas públicas. Nuestros raquíticos mercados, con enorme movilidad hacia afuera, dan incluso mayor fuerza al llamado "impase Sargent-Wallace". Por un lado, como señala Ramos (1989), "la política monetaria del Sur se encuentra determinada básicamente por el déficit fiscal", tendiendo a borrar las fronteras entre ambas políticas. Por otro lado, una política monetaria restrictiva en nuestros países, como diversas etapas de los planes estabilizadores muestran en México, Brasil y Argentina, no necesariamente atrae capital externo o fugado; por lo que se prefieren políticas de

desviación del gasto, es decir, devaluaciones o depreciaciones monetarias que permitan la obtención de divisas por el mejoramiento de las exportaciones netas. Esta asimetría se presenta también en sentido inverso: la disminución de las tasas de interés real, antes que favorecer la inversión productiva, es leída por los poseedores del capital financiero como indicador de salida (fuga de capitales, dolarización, etc.), cuando el entorno es inestable.

Por lo que respecta al impasse Sargent-Wallace, expuesto en "Some Unpleasant Monetarist Arithmetic" en 1986 (como ensayo en el libro Rational Expectations and Inflation editado por el propio Sargent), la significación del mismo permite afirmar la consideración precedente sobre los numerosos vasos comunicantes de las políticas fiscal y monetaria en América Latina. Los supuestos cruciales son tres: la autoridad monetaria no puede influir el déficit público, éste es constante y la tasa de crecimiento del producto es menor que la tasas de interés real. "Estos supuestos son relevantes para Brasil y para México. En ambos casos las tasas de interés real son extremadamente altas (...). La crisis de la deuda en Brasil y en México se manifiesta por sí misma, no solamente en el aumento de la inflación, sino también en el rápido crecimiento de la deuda interna, el cual se debe, en parte, al financiamiento del servicio de la deuda externa y de las altas tasas de interés real.

"Una tasa de rendimiento real de los valores del gobierno, superior a la tasa de crecimiento de la economía, coloca a la autoridad monetaria en un impasse. Si la tasa real de interés excede la de crecimiento de la economía, entonces, para poder refinanciar una cantidad fija de la deuda gubernamental que devenga intereses, es necesario aumentar los ingresos para pagarlos. El gobierno debe hacer una de tres cosas: elevar el superávit presupuestal primario, emitir moneda o emitir deuda adicional para pagar los intereses de la deuda existente. Sin embargo, esta última opción implica un aumento real en la deuda gubernamental per cápita. Dicho crecimiento no puede ser permanente; se limitaría mucho antes de que los pagos de intereses igualaran el PNB total. De ello resulta que, sin la reducción de la carga de la deuda, la lucha contra la inflación con una política de escasez monetaria debe llevar, a la postre, a una inflación futura mucho más alta o a un desconocimiento de la deuda" (Cardoso, 1989, pp. 192-193).

Si bien la hipótesis de las expectativas racionales y su aparato de logística tienen estas diferencias y esta potencialidad en América Latina, ella recoge un supuesto absolutamente inaceptable para estas economías: el supuesto del vaciamiento de los mercados. Aceptar el supuesto del agente optimizador, tratándose de empresas o de consumidores que maximizan sus beneficios, no conlleva la aceptación de mercados en perpetuo equilibrio. Por ejemplo, el Plan Cruzado indizó hacia adelante los salarios a los precios a fin de enfrentar rigideces estructurales en el mercado de

trabajo, reconociendo con ello, de un modo explícito y directo, la existencia de equilibrio continuo en este mercado y la preeminencia en él de los intereses empresariales (como sostiene la teoría de los salarios de eficiencia). También deben subrayarse aquí "asimetrías" básicas en el manejo y costo de la información y -- respecto de los modelos de expectativas desarrollados-- en los incipientes mercados de futuros que permiten afinar la credibilidad de las políticas.

James Tobin ha sostenido que muchas de estas ideas del enfoque son ahora la ortodoxia en la mayor parte de Europa Occidental, que "los arquitectos de (tales) políticas probablemente no lean a los profesores Lucas, Sargent, Barro y otros apóstoles de la nueva macroeconomía clásica; estos nuevos monetaristas no son evangelistas tan populares como Friedman. Pero el espíritu de sus ideas está en el aire" (Tobin, 1987, p. 272). Y cosa similar podría decirse sobre su influencia en América Latina, siempre que no se dejen de mencionar dos errores que se cometen continuamente: el de Tobin, que consiste en leer la obra de Lucas, Sargent, etc., como monetarismo renovado, y el más general en estas tierras, consistente en integrarlos sin un mínimo matiz o análisis al pensamiento neoliberal.

En cuanto al primer error, la posición monetarista se distingue por aceptar que los agentes cometen errores sistemáticos y que el equilibrio de los mercados se restaura con lentitud, ambos

inaceptables como supuestos para quien ve el origen del ciclo en la información imperfecta, como es el caso del enfoque de expectativas (Dornbusch, 1987, pp. 738-739). En el plano doctrinal Friedman suscribe la dicotomía marshalliana entre el corto y largo plazos, mientras Lucas se adscribe al método walrasiano de especificación plena de la optimización continua. A nivel de políticas Friedman asevera que la monetaria puede ser errónea, pero no inocua, porque amplifica las oscilaciones de la economía, aseveración que no tiene cabida en el marco analítico de las expectativas racionales. Y lo mismo sucede con el trade-off entre precios y desempleo: como la experiencia latinoamericana enseña, Friedman sí acepta bajas temporales de la tasa de desempleo a costa de alzas o de la aceleración de la tasa de inflación.

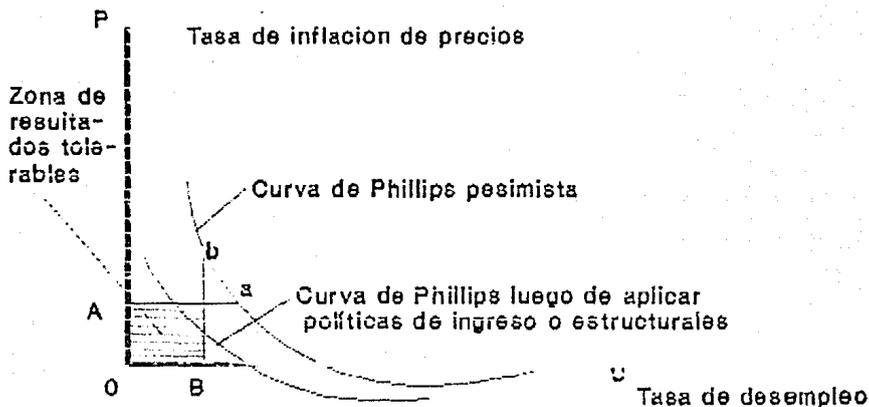
El segundo error está claramente señalado por Rapping (1990, p. 73), él mismo un autor del nuevo enfoque: "a un lado de sus contribuciones a la teoría económica, Friedman y (Friedrich) Hayek escribieron poderosas defensas del capitalismo como sistema que promueve la democracia liberal y la libertad individual. Esto atrajo a sus ideas a muchos adherentes fuera del campo de la teoría económica. Los nuevos clásicos no tienen una agenda tal. Ellos operan en el mundo rarificado de la teoría económica y de la exposición matemática. Sus ideas fueron desarrolladas en los relativamente plácidos años 60 y 70. Están arraigados al razonamiento económico estándar enseñado y alentado en instituciones de investigación y docencia como Carnegie-Mellon y el

MIT, donde las teorías se juzgan por su cientificidad no por sus criterios políticos".

Sin entrar a debatir sobre la presunta neutralidad política de la teoría económica que se enseña en el Tecnológico de Massachusetts o en otros lugares de Estados Unidos (Lucas trabaja ahora en Chicago, Sargent en Minnesota, etc.) y en el ánimo de balancear adecuadamente la contribución de Tobin, uno de los principales economistas de nuestra época, puede tomarse instructivamente su crítica a la idea lucasiana sobre el mercado autorregulado, crítica que ciertamente evoca añejos programas de investigación chocantes para el ordenamiento impuesto por el capital:

"El punto de vista de que el mercado posee, para conjuntos invariables de instrumentos de política del gobierno, mecanismos de autoajuste potentes que aseguran la estabilidad de su equilibrio de pleno empleo no se ve confirmado ni por la teoría ni por la larga historia de fluctuaciones económicas del capitalismo. Que las políticas del gobierno pueden ser fuente de inestabilidad es obvio, que han sido de hecho desestabilizadoras en muchas ocasiones también es innegable. Pero sólo aquellas personas que tienen fe ciega en sus propios modelos abstractos, o que padecen amnesia histórica, pueden afirmar que constituyen la única fuente de perturbaciones desestabilizadoras de un mecanismo intrínsecamente estable". (Tobin, 1980, p. 65).

GRAFICO 1



A = tasa máxima de inflación tolerable
B = Tasa máxima de desempleo tolerable

Fuente: Humperey
1986, p.104

C A P I T U L O I I I**Balanza de pagos y tipo de cambio**

A. SOBRE LA MODELACION DE LAS FLUCTUACIONES CAMBIARIAS

El objetivo de este apartado es exponer, de un modo resumido y didáctico, las ideas esenciales de tres modelos empleados para determinar el comportamiento del tipo de cambio en el corto plazo. Alternándose con la perspectiva teórica, algunos datos recientes sirven para ilustrar la relevancia no puramente intelectual de la cuestión. Entre las conclusiones más llamativas se encuentra la de que, en uno de los enfoques más usuales: el del mercado de activos, de Rudiger Dornbusch, se propone un mecanismo de ajuste para interpretar la sobrerreacción de las divisas parecido al mecanismo de ajuste implícito en la nivelación de la tasa de ganancia de Karl Marx.

En aquél la función catalizadora la cumple la emisión monetaria así como en éste lo hace la innovación tecnológica, tal como en uno y otro la saturación excesiva de agentes --que se trasladan de inmediato a activos externos o a la nueva rama industrial de mayores rendimientos-- provoca éxodos ulteriores que restituyen el nivel medio, sea del valor de la divisa sea de la tasa de ganancia. La consideración metodológica de esta semejanza no se emprende, sino tan sólo se evoca, porque la naturaleza misma del problema abordado circunscribe la exposición, como es lógico, al enfoque del mercado de activos.

* * *

La tensión por consolidar un marco explicativo de los movimientos internacionales de divisas, así como de sus varias repercusiones, sigue in crescendo. En uno de sus últimos números de 1990, por ejemplo, la influyente revista británica The Economist, luego de estimar que el monto total de monedas negociadas anualmente en los centros financieros equivale --medido en dólares-- a más de 20 veces el volúmen de comercio mundial de bienes y servicios, contrasta con la realidad post-Bretton Woods las hipótesis en que se fundan las diversas teorías sobre la determinación del tipo de cambio: la paridad del poder adquisitivo o PPP (purchasing-power parity), el enfoque monetario y el enfoque del mercado de activos.

En tesitura similar, pero enfatizando su rápido crecimiento absoluto y relativo, se han cruzado los resultados de exámenes de diversos bancos centrales, como el Banco de Inglaterra, el Banco de la Reserva Federal de Nueva York y el Banco de Pagos Internacionales. Por lo menos un par de datos deben aquí destacarse: 1) de marzo de 1986 a abril de 1989 las transacciones diarias promedio de divisas se elevaron a 120%, tan sólo en el mercado de Nueva York, al alcanzar 129 mil millones de dólares, y 2) esa magnitud de transacciones diarias significa aproximadamente 21 veces el valor diario promedio de todas las acciones negociadas en la Bolsa de Valores de la misma plaza en 1989. A este respecto los indicadores disponibles no sugieren cambio alguno en la tendencia para 1990.

Un segundo grupo de problemas asociado a la política cambiaria puede encontrarse en los países en desarrollo, donde el colapso vivido jalona sin dilación hacia el sector real de la economía. Y van desde las imputaciones de responsabilidad a dicha política por la crisis de deuda estallada en agosto de 1982, o la sobrevaluación atribuida a los tipos de cambio de muchos países africanos --que el Banco Mundial ha colocado como origen de su deterioro agrícola y de sus cuentas externas--, hasta el magro desempeño de las reformas emprendidas en el Cono Sur latinoamericano bajo la ideología del libre mercado. La reflexión atinente ha evolucionado a través de distintos tipos de cambio (nominales, reales, múltiples, etc.), en no pocas ocasiones vinculados a programas de estabilización de corte heterodoxo.

Por eso no es de extrañar que 1990 haya sido un año prolífico en investigaciones de esta índole, si atendemos la hemerografía económica que circula internacionalmente y que constituye referencia obligada para orientarse en controversias semejantes. Incluso los estudios de coyuntura en su sentido más convencional se van impregnando paulatinamente de disquisiciones cada vez más especializadas sobre el asunto. Pero su carácter axial para el pensamiento crítico estriba en que, por lo que toca al ámbito de las prescripciones de política, ha abierto una verdadera grieta en el frente teórico que postulaba la virtual eutanasia del Estado interventor. 1/

La PPP suministra un buen punto de partida para adentrarnos en la base analítica de la cuestión. Aunque conoció sus primeras versiones en la España del siglo XVI, en la denominada "escuela de Salamanca", y se mantuvo palpitando con mayor o menor fuerza en las tres centurias posteriores, fue el economista sueco Gustav Cassel quien a partir de 1916, con sus formulaciones más rigurosas y apegadas a los cánones de sustentación formal y empírica hoy al uso, le confirió su definitiva respetabilidad científica.

Apoyándose en la evidencia de una fuerte correlación entre el nivel general de precios y el comportamiento del tipo de cambio, o más exacto quizá, entre inflación y depreciación monetaria, esta teoría recaló en una interpretación fuerte (o absoluta) y una interpretación débil (o relativa).

La interpretación fuerte sostiene que el precio de la moneda extranjera, medido en moneda nacional, o (E), es igual al cociente del nivel de precios interno (P) sobre el nivel de precios extranjero (P*). En forma algebraica, tenemos

$$(1) \quad E = P / P^*$$

En realidad, los dos indicadores de precios pueden estipularse para abarcar más o menos bienes, pero su utilización más socorrida sólo incorpora una pequeña cesta representativa de bienes relativamente homogéneos cuyos precios se monitorean con

periodicidad. El supuesto implícito es la vigencia de la ley del precio único, esto es, mercados de bienes regidos por la competencia perfecta.

La interpretación débil afirma que el miembro derecho de la ecuación (1) debe ser multiplicado por un factor (k), diferente de la unidad, que refleje los impedimentos del comercio internacional de los bienes incluidos en la canasta. En forma algebraica, tenemos:

$$2) \quad E = k P / P^*, \quad k \neq 1$$

Cuando en lugar de tales bienes se usan los índices de precios al consumidor o al productor, con el grado de apego que sea, se viola el precepto de la ley del precio único, en la medida en que la mayor comprehensividad torna prácticamente imposible la comparación sistemática directa de los bienes. Esta teoría, dados sus rasgos primordiales, se ha considerado una teoría inflacionaria para la determinación del tipo de cambio.

Como bien señala The Economist, algunos autores han conectado la PPP con la no menos añeja teoría cuantitativa del dinero para obtener el enfoque monetario también en este terreno. Puesto que la teoría cuantitativa del dinero nos dice que, dadas la velocidad de circulación del dinero (V) y el quantum del producto (Q), el nivel

general de precios (P) se fija de acuerdo al crecimiento de la masa monetaria (M), según la conocida fórmula

$$(3) \quad M \cdot V = P \cdot Q,$$

es posible alcanzar, de manera intuitiva, el fondo de la argumentación. Si el tipo de cambio depende de dos índices de precios, el nacional y el extranjero, y éstos a su vez dependen respectivamente de la masa monetaria doméstica y de la foránea, sería entonces dicha masa (o masas) la variable explicativa fundamental.

No obstante, las versiones modernas, que datan de mediados de los años 70 --cuando se abre la etapa de alta volatilidad de los tipos de cambio--, han desarrollado un marco muy simple con mayor contenido formal y conceptual, a partir de la condición de equilibrio del mercado monetario. La oferta monetaria real (M/P) equivale a la demanda de dinero, que es una función de (L) de la tasa de interés doméstica (i) y del ingreso (Y):

$$(4) \quad M/P = L(i, Y)$$

mientras que para representar al extranjero se añaden asteriscos a cada una de las variables, esto es:

$$(5) \quad M^*/P^* = L^*(i^*, Y^*)$$

Si despejamos (4) y (5) para (P) y --por economía de espacio-- nos remitimos a la versión fuerte de la PPP representada por la ecuación (1), sustituyendo y reagrupando los términos obtenemos:

$$(6) \quad e = M/M^* \cdot L^*(i^*, Y^*)/L(i, Y)$$

que expresa al tipo de cambio determinado simultáneamente, por la tasa de la oferta monetaria interna sobre la externa y por la tasa de la demanda de dinero foránea sobre la doméstica.

A pesar del encendido tesón con que se discuten estos tópicos, la prueba de fuego de la realidad mantuvo frescos los elementos ambiguos. Por ejemplo, la canasta de bienes y servicios del banco estadounidense de inversión Goldman Sachs mostró oscilaciones alcistas del tipo de cambio (tc) del dólar medido por la PPP respecto del observado al 27 de noviembre de 1990: el (tc) observado frente a la moneda japonesa fue de 128.3 yenes por 1 dólar, mientras el (tc) basado en la PPP frente a la misma divisa fue de 206.0; el (tc) observado frente al marco alemán fue de 1.48 por 1 y el (tc) de la PPP fue de 2.27 por 1; por último, el (tc) observado frente a la libra fue de 0.51 por 1 y el (tc) PPP fue de 0.71 por 1. Lo que arroja discrepancias que van desde alrededor de 40 hasta más de 60 por ciento.

En tanto, desde las evaluaciones positivas, la Swiss Bank Corporation (SBC) está implementando técnicas muy recientes para corregir las desviaciones de la PPP, en especial las aportaciones econométricas de R.F. Engle y C.W.J. Granger sobre modelos de corrección de error. Más aún, la SBC estudió el impacto de la PPP sobre portafolios de divisas en varios países pertenecientes a la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), diseñando portafolios "de referencia", portafolios "PPP" y funciones de ponderación, comparando luego sus resultados --en términos favorables-- con otras estrategias de inversión monetaria para el mismo período abarcado (enero de 1985 a junio de 1990). Todo lo cual niega el aserto de que lo único valioso que se podría obtener hoy de la PPP, fuera de las direcciones en que la literatura ha documentado sus divergencias, son los modelos de sobrereacción macroeconómica.

Más allá de valoraciones en pro o en contra del avance empírico contemporáneo de la PPP o del enfoque monetario, está volviéndose cada vez más sólito, menos conjetura aislada, el presentar las desregulación financiera de los años ochenta como uno de los factores causales de la volatilidad cambiaria y de las reales o presuntas impotencias teóricas subsiguientes. El relajamiento de los controles institucionales, en efecto, ha favorecido en gran medida los flujos de capital a través de las fronteras de los Estados-nación, por más que algunos fenómenos de corto plazo parezcan contradecir las tendencias básicas.

Verbi gratia. Según calculos de la firma J.P.Morgan y del propio Economist, la salida neta de inversiones de portafolios en Alemania, Estados Unidos, Inglaterra y Japón pasó de 223 mil millones de dólares en 1989 a tan sólo 97 mil millones en 1990; mientras la entrada neta de dichas inversiones pasó de 192 mil millones de dólares en 1989 a 46 mil millones en 1990. Aun así la retracción de estos capitales tiene que evaluarse confrontándose con su (pequeño) monto relativo en el comercio de activos financieros y, como es obvio, con el impacto que tendrá sobre los tipos de cambio. Y es el caso, por lo que tiene que ver con esto último, que la volatilidad se mantendrá, puesto que incluso el retorno a su base nacional, al fortalecer (o debilitar) la divisa respectiva, alterará las paridades.

Uno de los enfoques más persuasivos para trabajar intelectualmente sobre estos escenarios movedizos ha sido desarrollado por Rudiger Dornbusch (el enfoque del mercado de activos), e incursionar en él, si bien no es un día de campo, tampoco tiene por qué convertirse en carrera por terreno minado. Las veinte ecuaciones centrales, las doce secundarias y los dos gráficos de su modelo, tratan de demostrar que el valor de corto plazo de una moneda se determina en los mercados de activos. 2/ A fin de descifrar las fluctuaciones cambiarias se incorpora la movilidad de capitales y la formación de expectativas de tipo racional, es decir, se interioriza el supuesto de que operan agentes que no cometen errores sistemáticos y que --en lo que ahora

nos atañe-- esperan que el tipo de cambio spot converja hacia el tipo de cambio de largo plazo, y actúan en consecuencia. Dado que el país imaginario es pequeño en los mercados mundiales de bienes y de capital, el modelo lo asume como tomador de tasas de interés --lo cual no obsta para establecer condición de equilibrio estándar en el mercado monetario doméstico-- y de precios de las importaciones --las cuales no pueden ser perfectamente sustituidas por la producción interna--.

Con estas y otras especificaciones Dornbusch va apuntalando un marco macroeconómico dúctil y preñado de implicaciones. Haciendo de la necesidad virtud (lo que es este contexto significa ciñéndonos a lo indispensable), pueden destacarse cinco proposiciones nucleares del enfoque: 1) la tasa de interés interna (r) está determinada por la tasa de interés externa (r^*) más la tasa de depreciación esperada (x), 2) la tasa de depreciación (x), en notación logarítmica, es igual a la diferencia del tipo de cambio de largo plazo (\bar{e}) menos el tipo de cambio spot (e) multiplicada por un coeficiente paramétrico de ajuste (θ); 3) en la misma notación, la demanda de balances de efectivo depende de la tasa de interés interna y del ingreso real (y), amén de que en equilibrio se igualará a la oferta monetaria real; 4) la combinación de 1) a 3) arroja la relación entre (e), el nivel de precios (p) y el tipo de cambio de largo plazo (\bar{e}), dado que el mercado monetario se "limpia" y los rendimientos de los activos se igualan; 5) puesto que en el largo plazo un incremento de la masa

monetaria ocasiona un incremento proporcional en los precios y en el tipo de cambio, el impacto cambiario de corto plazo será mayor a la unidad, esto es, se experimentará una sobre-reacción (overshoot) cuya magnitud dependerá de la respuesta de la demanda de dinero y del coeficiente de expectativas. En forma matemática, tenemos:

$$(1) \quad r = r^* + x$$

$$(2) \quad x = \theta(\bar{e} - e)$$

$$(3) \quad -\lambda r + \phi y = m - p,$$

sustituyendo (1) y (2) en (3), se obtiene

$$(4) \quad p - m = -\phi y + \lambda r^* + \lambda \theta(\bar{e} - e),$$

y puesto que, en el largo plazo, $d\bar{e} = dm = d\bar{p}$, a partir de (4) se obtiene

$$(5) \quad de/dm = 1 + 1/\lambda\theta$$

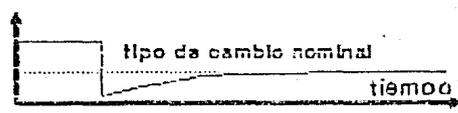
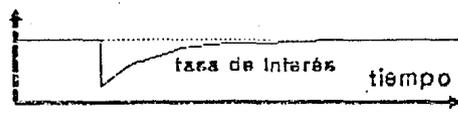
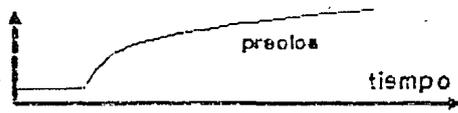
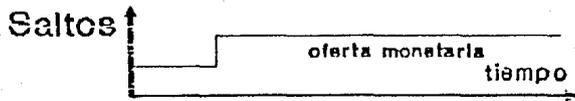
Estas cinco ecuaciones son suficientes para asociar la expansión persistente de la cantidad nominal de dinero con el tipo de cambio de corto plazo y otras variables macroeconómicas. Al elevarse el ritmo de emisión monetaria la tasa de interés se reduce, los precios tienden a subir y las expectativas, hacia el largo plazo, apuntan a una depreciación monetaria. Como en el largo

plazo, el dinero es neutral y el tipo de cambio spot converge al nivel en que se encuentra el tipo de cambio de equilibrio o largo plazo (y cuyo valor consideramos dado), será previsible una depreciación del tipo de cambio spot. Esta previsión, sumada a la caída de la tasa de interés, merma el rendimiento de los activos internos, casi siempre denominados en moneda nacional, y alienta la emigración de los capitales, habida cuenta, por lo demás, de que existe plena sustituibilidad entre activos internos y externos y de que existe también, como se anticipó, perfecta movilidad de capitales.

El proceso se retroalimenta hasta el punto en el que, al exceder la depreciación al incremento proporcional de la masa monetaria, se generan expectativas de apreciación a una tasa que compense la tasa de interés disminuida. Es claro que detrás de las ecuaciones de arbitraje (1), de expectativas (2), etc., se encuentra el supuesto de que el mercado de bienes se ajusta más despacio que el tipo de cambio y el mercado de activos, definido en el modelo por la alta movilidad de capitales y la rápida formación de expectativas. La ecuación (5), por último, formaliza la sobrereacción del tipo de cambio de corto plazo frente a una expansión de los agregados del banco central, al hacer su respuesta mayor a la unidad y destacar la importancia de la sensibilidad de la tasa de interés (a variaciones en la demanda de dinero y el coeficiente de expectativas).

Así se restablecerían, entonces, las conexiones entre la política monetaria discrecional, que es la que se practica, y las contumaces fluctuaciones cambiarias, que son las que se padecen, sin perder de vista el nivel general de precios o la tasa de interés (aunque no se incorpore la capacidad de respuesta del producto a incrementos en la demanda agregada, por no ser fundamental para cumplir la meta limitada de este trabajo). Si bien rompiendo la regla de que el diseño del gráfico ha de sugerir que toda depreciación de divisa mueve hacia arriba el tipo de cambio, la revista The Economist --siempre tan creativamente instructiva como conservadora-- encontró una expresión más plástica y sintética para decir más o menos lo mismo (véase gráfico).

Ciertamente, para la tradición económica que proviene de Marx el mecanismo de ajuste (financiero) propuesto por el vicepresidente de la American Economic Association para interpretar la volatilidad cambiaria, incluido en el utillaje con que se nos informa hoy sobre el valor del dólar estadounidense y sobre los regímenes de política monetaria de la Reserva Federal, no reviste novedad básica, sino meramente circunstancial (por el área en que se aplica): tiene claras similitudes con los microfundamentos subyacentes a la muy clásica igualación de la tasa de ganancia del corpus teórico marxiano. Y no es cosa de brumas y nostalgias, porque la galana invitación que ahí hace The Economist a coordinar políticas macroeconómicas para evitar a las divisas el amargo tránsito por la montaña rusa de las cotizaciones dispares recuerda



Fuente: The Economist
1990

también la iluminadora tesis, ahora casi de palimpsesto, sobre la irracionalidad inherente a las economías mercantiles.

B. POLITICA MONETARIA Y BALANZA DE PAGOS

La indagación respecto de la matriz teórica de la política monetaria mexicana es tema recurrente en el debate económico nacional. Su recurrencia, no obstante, ha estado lejos de asegurar una creciente claridad acerca de los objetivos inmediatos y últimos del banco central y/o una mayor sistematicidad en la evaluación de sus resultados en el corto o mediano plazos. Con muy distinguidas excepciones, lo que podría configurarse como un fecundo proceso para la definición modal de políticas alternativas no ha pasado de ser, en reiteradas ocasiones, suelta intuición más o menos aguda que, al no reconocerse como tal, queda en retórica. 1/

Pero más allá de la solidez argumental de teorías competitivas y de su endeble expresión partidista, es el caso que --en la rápida transición mexicana de una economía cerrada y protegida a otra abierta y desregulada-- determinados esquemas conceptuales que destacan la función del dinero en los equilibrios del sector externo han resultado de gran utilidad en la gestión cotidiana, pragmática, de las autoridades monetarias. De ahí el realce que reputados banqueros centrales han dado al enfoque monetario de la balanza de pagos (EMBP) y su importancia para apuntalar poco más acuciosamente el debate de marras: "Si bien este enfoque tiene raíces tan remotas que alcanzan la obra de David Hume, apenas recientemente vino a convertirse en un instrumento analítico fundamental para la formulación de la política monetaria".

No sin razones de peso, la primera versión autóctona del enfoque se ha situado en la gestión de Rodrigo Gómez al frente del Banco de México, esto es, en la época del desarrollo estabilizador (la de déficits fiscales con inflaciones de un dígito), mas la paternidad de su diseño técnico moderno se reconoce a Robert Mundell y Harry G. Johnson, economistas canadienses muy influyentes en la Universidad de Chicago, y a J.J. Polack, economista holandés que fungió como director del Departamento de Investigación del Fondo Monetario Internacional (FMI); mientras que las versiones más sofisticadas que les continuaron con fruto del trabajo de Rudiger Dornbusch, economista alemán formado en Chicago y profesor del Instituto de Tecnología de Massachusetts, de Jacob Frenkel, también en el FMI y hoy al frente del Banco de Israel, así como de varios más.

La proposición central del enfoque puede enunciarse sin rodeos: desde un punto de vista monetario un déficit en la balanza de pagos ha de persistir sólo si se mantiene, por encima de la demanda de dinero, una política crediticia expansiva, es decir, si la tasa de variación (positiva) del crédito del banco central es mayor que la tasa de crecimiento de la demanda de dinero. Esta proposición mayor encuentra apoyo en cuatro supuestos simplificadores que, una vez examinados, dan pábulo al tratamiento de la política fiscal y de las tensiones inflacionarias a fin de extraer otras tesis relevantes en el enfoque.

Los primeros tres supuestos son los siguientes: 1) el mercado monetario se equilibra cuando la demanda y la oferta de dinero se desenvuelven al mismo ritmo, i.e., cuando se igualan; 2) la oferta de dinero puede leerse desde tres perspectivas contables estrechamente relacionadas: a) como idéntica a la base monetaria por el multiplicador (positivo y mayor a la unidad), b) como la suma de las reservas internacionales y del crédito del banco central, y c) al ser las reservas el resultado dinerario de la balanza de pagos, como la suma de la propia balanza más el crédito; y 3) considerando el primer supuesto ($M_d = M_s$) 2/ y la tercera definición de oferta de dinero ($M_s = BP + Cr$) y reagrupando los conceptos, la demanda de dinero es igual a la balanza de pagos más el crédito del banco central, de un lado, y la balanza de pagos es igual a la demanda de dinero menos el crédito del banco central ($BP = M_d - Cr$), del otro.

El cuarto supuesto, relativo al ajuste de tenencias de dinero que un determinado ambiente macroeconómico permite a los agentes, tiene dos aspectos complementarios. En primer término asumimos un país que vive una integración intensa pero subordinada a los mercados internacionales, en otras palabras, que no sólo incorpora la noción del arbitraje perfecto sino que es tomador de precios en los mercados foráneos de bienes y de activos financieros (hacemos abstracción, por simplicidad, del sector doméstico de bienes no negociables). Entonces, y en segundo término, las tenencias dinerarias excesivas de los agentes pueden "desviarse" hacia

mercados foráneos que denominan bienes y activos en divisas duras, para conseguir las cuales los agentes transformarán la moneda nacional en monedas fuertes, debilitando con ello la reserva internacional. De ahí la prescripción de astringencia crediticia.

En la búsqueda de control del crédito interno el obstáculo inveterado lo constituye la situación que guardan las finanzas públicas, dada la capacidad del Estado para monetizar los déficits fiscales. Precisamente en este asunto, en el se intersectan las políticas monetaria y fiscal, puede esclarecerse el postulado de endogeneidad última de la oferta de dinero mantenido por el EMBP. Siempre que se distinga entre monetización "de un solo ejercicio fiscal" --o "de una sola vez", como se estila decir en nuestras latitudes-- y monetización continua, el razonamiento puede obtenerse en unos cuantos pasos.

Por lo que respecta a la monetización de un solo ejercicio, es como sigue. Considerando el poder discrecional del gobierno para imprimir billetes y acuñar monedas sin respaldo efectivo, si la oferta monetaria se acrecienta para cubrir los faltantes presupuestarios y la demanda de dinero se mantiene estable, como vimos, se genera un déficit en la balanza de pagos que hace disminuir las reservas internacionales. Puesto que la oferta monetaria se compone de reservas y crédito interno, la disminución proporcional en la oferta monetaria es una suerte de juego de suma cero, esto es, habría cambiado el peso relativo de sus fuentes

(menos reservas y más crédito) pero no su monto total al fin del proceso (cuando los agentes hubieran gastado su dinero "excedente"). La autoridad monetaria, en este sentido muy puntual, no ejerce control arbitrario sobre el acervo de dinero.

Por lo que respecta a la monetización continua, el razonamiento incorpora la pérdida o debilitamiento de la función de reserva de valor del dinero, comprometiéndose la soberanía monetaria. En el supuesto de que existe un régimen cambiario fijo o casi, si la monetización del déficit no es frenada por las propias autoridades o por algún choque aleatorio, la caída en el nivel de reservas llega a amenazar la estabilidad del tipo de cambio. La "mala" defensa ante esa caída está al alcance del banco central utilizando el expediente más sólitico: devaluar. Mientras la inflación interna no alcance la tasa de depreciación monetaria que se hubiese decidido por parte de las autoridades o por el veredicto del mercado, no se conseguirá un restablecimiento del equilibrio en la balanza de pagos. Una vez que dichas tasas se equiparen la nueva sobreemisión dineraria se acompañaría de nueva depreciación colocando a la economía a las temidas puertas de la hiperinflación.

Ahora bien, existe un pequeño pero decisivo conjunto de variables (y parámetros) vinculado al desempeño de la política monetaria para el cual no sería pertinente considerar, como hasta ahora, que sus valores son meras constantes. Es el caso, sobre todo, de los determinantes de la demanda de dinero. La demanda de

dinero es función directa del crecimiento del ingreso nominal (Y) multiplicado por un coeficiente que indica la sensibilidad media de la demanda de dinero ante variaciones del ingreso y es conocido como la elasticidad-ingreso de la demanda de dinero (ny); la propia demanda de dinero es función inversa de los cambios en la tasa de interés (i) multiplicada por un coeficiente que indica la elasticidad-interés de la demanda de dinero (ni). Finalmente deben incluirse modificaciones en el nivel de precios (P) y en el multiplicador monetario (w), así como las magnitudes de la base monetaria (B) y del crédito (Cr), para obtener, mediante una serie de pasos algebraicos, la tasa de crecimiento del crédito interno del banco central (Cr) compatible con el equilibrio externo:

$$\hat{Cr} = \frac{B}{Cr} (\hat{P} + (ny)\hat{Y} + (ni)\hat{i} - \hat{w})$$

¿Qué es lo que implican estas aseveraciones para la ecuación monetaria del sector externo $BP = Md - Cr$? Implican, en primer lugar, que existen circunstancias bajo las cuales un fuerte crecimiento del crédito del banco central no provocará déficits en balanza de pagos: a) cuando la recuperación de la actividad económica eleva el crecimiento del ingreso nacional y éste, a su vez, eleva el crecimiento de la demanda de dinero; b) cuando la elasticidad-ingreso de la demanda de dinero es muy alta; c) cuando la baja de la tasa de interés líder es de tal magnitud que --al igual que el auge del ciclo-- remonetiza la economía; d) cuando la elasticidad-interés (que es negativa) varía, etcétera.

En segundo término, con este marco es posible imaginar un país en el que exista un incremento de la oferta de dinero debido a tasas de interés internacionalmente competitivas que atraen capital foráneo -- como inversiones de cartera, por ejemplo-- y elevan las reservas internacionales (una de las fuentes de la oferta monetaria, cuando se aplica una política de esterilización parcial o nula) 3/. Ese dinero foráneo puede no ser otra cosa que intereses devengados por capital que se fue del país en otro momento, pero sirve para que la tasa de interés nacional cumpla con su función bajo el supuesto de movilidad de capitales. Y si tales entradas se dan en un contexto de reactivación que exige remonetizar la economía y que arrastra al alza las importaciones, la contracción relativa del crédito del banco central es disposición obligada. Y la actual política monetaria mexicana no se halla en las antípodas de la evolución descrita.

Finalmente, al margen de los variopintos estudios econométricos que el EMBP ha hecho surgir para contrastar en la empiria sus proposiciones nucleares, con resultados todavía no definitivos, y al margen también de su veta económica conservadora, con lo hasta aquí apuntado puede sostenerse la conveniencia de profundizar en él si de comprender el marco analítico de la política monetaria contemporánea se trata. Y sí, en cambio, vale la pena distinguir entre "marco analítico" o "enfoque" y "teoría": aunque algunos autores lo caracterizan como cuerpo teórico en que se esbozó, primero, y germinó, después. Por lo demás, la proclividad del

enfoque hacia la mundialización de la economía de mercado es convergente con objetivos mediatos de idearios totalizadores que se colocan en el polo social opuesto. Pero el debate sigue en pie.

Notas

1.- El entorno consecuente de un polemizar así está dado, en parte, por el cíclico diálogo de sordos sobre, por ejemplo, el control monetario, resucitado en mayo de 1991 a raíz del decreto para privatizar la banca comercial y retomado en septiembre al eliminarse el coeficiente de liquidez para la captación bancaria denominada en moneda nacional; o también sobre el vínculo y la dirección de causalidad (en sentido corriente y en sentido cconométrico) entre desliz cambiario, nivel de precios y crecimiento del acervo de dinero, una vez que el balance fiscal en sus acepciones clave oscilaba del déficit al superávit y no podía pretextarse más como fuente de presiones inflaciona---rias.

2.- El tratamiento estándar más simple de la oferta de dinero puede analizarse en unas cuantas identidades contables, del tipo siguiente:

$$(1) H = eR + C_1,$$

donde la base monetaria o dinero de alta potencia (H) es igual a la tasa de cambio (e) por el nivel de reservas internacionales (R) más el crédito al sector público (C₁), lo que equivale a ubicar las dos fuentes clave de los pasivos de la autoridad monetaria,

$$(2) M = H + C_2,$$

donde la oferta monetaria (M) es igual a la base monetaria más el crédito de la banca comercial a los sectores público y privado (C₂), es decir, los pasivos del banco central representados por (H) son un componente de los activos de la banca comercial,

$$(3) C_1 + C_2 = C_i,$$

donde el crédito interno total (C_i) es igual a la suma del crédito concedido al sector público y al sector privado por el sistema bancario, compuesto aquí por la banca central y la banca comercial.

Sustituyendo la ecuación (1) en la ecuación (2), obtenemos

$$(4) M = eR + C_1 + C_2,$$

y considerando la identidad (3) en (4), se llega a

$$(5) M = eR + C_1^*,$$

que indica que la oferta monetaria depende de tres indicadores críticos: el tipo de cambio, el nivel de reservas y el monto total del crédito interno concedido.

Si se hace abstracción del multiplicador monetario y del tipo de cambio, es posible evaluar (R) como el saldo de la balanza de pagos al fin de un período dado, es decir, como la suma de la cuenta corriente (CC) y de la cuenta de capital (CK), o

$$(6) R = BP = CC + CK.$$

Y si tomamos en cuenta que a) el crédito interno (C_1) puede descomponerse atendiendo a su naturaleza sectorial en público (C_g) y privado (C_p) y b) el crédito público equivale al financiamiento gubernamental vía la creación de dinero nuevo, tenemos

$$(7) C_1 = C_g + C_p, \text{ y}$$

$$(8) C_g = T - G, \quad T < G,$$

donde la recaudación (T) generalmente es inferior al gasto (G), lo que obliga a financiar el déficit o a eliminarlo. Sustituyendo las identidades (6) y (7) en la (5), sin tipo de cambio, obtenemos

$$(9) M = CC + CK + C_g + C_p,$$

y retomando la ecuación (8) en la (9), llegamos a

$$(10) M = CC + CK + (T - G) + C_p,$$

que aún siendo también una ecuación de definición y no de comportamiento permite conectar fácilmente la oferta monetaria con varias políticas gubernamentales que, a su vez, tanto por razones teóricas como institucionales, se influyen entre sí.

Por principio de cuentas hay que destacar el hecho de que la ecuación (10), para registrar variaciones en (CC) y en (CK), incorpora el supuesto de que el tipo de cambio es fijo, puesto que si flotase sólo podrían presentarse desequilibrios externos de muy corto plazo, nada problemáticos para la gestión de la autoridad monetaria, al menos en teoría.

La manera como se atacan los desequilibrios externos en regímenes cambiarios fijos es instrumentando una política de esterilización parcial o total, dependiendo de dos factores primordiales: primero, si la magnitud relativa del desequilibrio es capaz de alterar variables macroeconómicas que funjan como objetivos y, segundo, si el desarrollo del mercado financiero nacional permite transacciones masivas y súbitas de títulos gubernamentales.

Con esas salvedades el miembro derecho de la ecuación (10) será influido por políticas comerciales, cambiarias, de inversión extranjera, fiscal, crediticia, etc. Lo que esto implica, por tanto, es que en el diseño y puesta en marcha de la política monetaria por el lado de la oferta de dinero (que es el más claramente influenciable), en economías abiertas y desreguladas, se articulan e interactúan los campos más relevantes de las actuales controversias.

- 3.- El hecho de que la política de esterilización únicamente en casos singularísimos pueda ser total se explica no sólo por la existencia de blancos monetarios --muchas veces sólo indicativos-- o por mercados financieros poco desarrollados --que dificultan operaciones de mercado abierto robustas-- aun con ambos en marcha la venta masiva de títulos gubernamentales para recoger circulante pronto rebasaría su demanda, obligando con ello al banco central a elevar los rendimientos de los títulos para evitar su descolocación. Como es obvio, una economía más abierta al exterior enfrenta mayores dificultades para implementar políticas de esterilización total, por tanto los impactos monetarios de desequilibrios externos son más potentes.

+

Referencias-/

- Angle, Elizabeth W. (1980)/ "Keys for Business Forecasting", Federal Reserve Bank of Richmond, 5a. edición.
- Bell, Linda A. (1986)/ "Wage Rigidity in West Germany: A Comparison with the U.S. Experience", Quarterly Review, vol. 11 n. 3, Federal Reserve Bank of New York, otoño.
- Begg, David K.H. (1982)/ La revolución de las expectativas racionales en la macroeconomía. Teorías y evidencia, Fondo de Cultura Económica, México, 1989.
- Blackburn, K. y M. Christensen (1989)/ "Monetary Policy and Policy Credibility: Theories and Evidence" Journal of Literature vol. XXVII, marzo.
- Bordo, Michael (1990)/ "The Lender of Last Resort: Alternative Views and Historical Experience", Economic Review vol. 76/1, Federal Reserve Bank of Richmond, enero-febrero.

+

-/ Los años entre paréntesis () indican la fecha original de publicación.

Browne, Lyan E. (1989)/ "The Labor Force, Unemployment Rates and Wage Pressures", New England Economic Review, Federal Reserve Bank of Boston, enero-febrero.

Calvo, Guillermo (1991)/ "Perils of Sterilization", Staff Papers Vol. 38, no. 4, International Monetary Fund, diciembre.

Cantor, Richard y John Wenninger (1987)/ "Current Labor Market Trends and Inflation", Quarterly Review, vol. 12 n. 3, Federal Reserve Bank of New York, otoño.

Cardoso, Eliana (1989)/ "Financiamiento del déficit y dinámica monetaria en América Latina", Estudios Económicos, vol. 4 núm 2, México, julio-diciembre.

Carlson, Keith M. (1988)/ "How Much Lower Can the Unemployment Rate Go?", Review, vol. 70 n.4, Federal Reserve Bank of St. Luis, julio-agosto.

Cody, Brian (1990)/ "Reducing the Costs and Risks of Trading Foreign Exchange", Business Review, Federal Reserve Bank of Philadelphia, noviembre-diciembre.

Coughlin, C. y K. Koedijk (1990)/ "What Do We Know about the Long-Run Real Exchange Rate?", Review, Federal Reserve Bank of St. Luis, enero-febrero.

- Donaldson, R. Glen (1988)/ Panic, Liquidity and the Lender of Last Resort: A Strategic Analysis, International Finance Discussion Papers n. 332, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, agosto.
- Dornbusch, Rudiger (1976)/ "Expectations and Exchange Rate Dynamics", Journal of Political Economy, University of Chicago Press, diciembre.
- Dornbusch, Rudiger y Stanley Fischer (1987)/ Macroeconomía, Ed. McGraw-Hill/Interamericana, México, 1989. Cuarta Edición.
- Flood, Robert y Nancy P. Marion. (1991)/ "Exchange Rate Regime Choice", Working Paper (WP/91/90), International Monetary Fund (IMF), septiembre.
- Humphrey, Thomas M. (1975)/ "The Classical Concept of the Lender of Last Resort", Economic Review, Federal Reserve Bank (FRB) of Richmond, enero-febrero. Reproducido en T.M. Humphrey (1986).
- (1977)/ "Two Views of Monetary Policy: The Attwood-Mill Debate Revisited", Economic Review, FRB of Richmond, septiembre-octubre. Reproducido en Humphrey (1986).

--- (1986)/ Essays on Inflation, FRB of Richmond, Virginia, 5a. edición.

--- (1989)/ "Lender of Last Resort: The Concept in History", Economic Review vol. 75/2, FRB of Richmond, marzo-abril.

Kugler, Pete (1990)/ "The Adjustment of Exchange Rates of Prices to PPP", Economic and Financial Prospects, n. 4, agosto-septiembre.

Lucas, R. (1987)/ Modelos de ciclos económicos, Alianza Universidad, n. 529, Alianza Editorial, Madrid, 1988.

Medoff, J. (1973)/ "U.S. Labor Markets: Imbalance, Wage, Growth and Productivity in the 1970's", Brookings Paper on Economic Activity, vol. 1.

Ramos, Joseph (1989)/ "La macroeconomía neokeynesiana vista desde el Sur", Revista de la CEPAL, n. 38, Santiago de Chile, agosto.

Rapping, Leonard A. (1990)/ "Review of The New Classical Macroeconomics: A Sceptical Inquiry by Kevin D. Hoover", Journal of Economic Literature vol. XXVIII n.1, marzo.

Rielp, R.J. (1990) / "PPPs-Improving Asset Allocation?", Economic and Financial Prospects, n.4, agosto-septiembre.

Rissman, Ellen R. (1986) / "What in the Natural Rate of Unemployment?", Economic Perspectives, Federal Reserve Bank of Chicago, septiembre-octubre.

Rivera-Bátiz, Fco. y L. Rivera Bátiz (1985) / "International Finance and Open Economy Macroeconomics", MacMillan Co., Nueva York.

Sacristán, Manuel (1980) / "El trabajo científico de Marx y su noción de ciencia", Mientras tanto n. 2, Barcelona, enero-febrero. Reproducido en M. Sacristán, Sobre Marx y marxismo, Panfletos y materiales I, col. anatrzyt, Icaria Editorial, Barcelona, 1983.

Sheffrin. Steven M. (1983) / Expectativas racionales, Alianza Universidad n. 499, Alianza Editorial, Madrid, 1985.

Sibert, Anne y Stuart E. Weiner (1988) / "Maintaining Central Bank Credibility", Economic Review, Federal Reserve Bank of Kansas, septiembre-octubre .

Summers, Lawrence H. (1986)/ "Why is the Unemployment Rate so Very High Near Full Employment?", Brookings Paper on Economic Activity, vol. 2.

The Economist (1990)/ "Why Currencies Overshoots?", diciembre 10.

Tobin, James (1980)/ Acumulación de activos y actividad económica, Alianza Universidad n. 467, Alianza Editorial, Madrid, 1986.

---- (1987)/ Policies for Prosperity. Essays in a Keynesian Mode. The MIT Press, Cambridge, Massachusetts.

Ward, Benjamin (1972)/ ¿Qué le ocurre a la teoría económica?, Alianza Universidad n. 277, Alianza Editorial, Madrid, 1983.

Whitt, Jr. Joseph (1990)/ "Flexible Exchange Rates: An Idea Whose Time Has Passed?", Economic Review, vol. LXXV, n. 5, Federal Reserve Bank of Atlanta, sep.-oct.