

## LA BÚSQUEDA DE LA ESTABILIDAD MONETARIA: UNA PERSPECTIVA NORTEAMERICANA\*

Axel Leijonhufvud

### I. INTRODUCCIÓN

Argentina le ha dado una espléndida lección a los economistas de todo el mundo en cómo sacar a un país de una situación altamente inflacionaria. Pero muchos otros países también han hecho frente a la inflación en los últimos años. Estados Unidos, para tomar un caso, ha experimentado una política muy decidida de desinflación, que nos ha llevado de una inflación de dos dígitos ( ¡anual!) a una virtual estabilidad de precios.

Sin embargo, una reducción en la tasa de inflación no es, por sí sola, garantía de estabilidad de precios en el futuro. Bajo ciertas condiciones, no del todo inconcebibles, medidas antinflacionarias drásticas pueden, después de todo, hasta incrementar la incertidumbre acerca del nivel de precios en el futuro. Personas acostumbradas a vivir con lo que en otra parte he llamado un “patrón monetario de paseo al azar (*random walk*)” deben constantemente esforzarse para discernir si las acciones (o inacciones) recientes de política revelan un cambio estructural en el proceso generador de la inflación. Por “patrón monetario de paseo al azar” entiendo un régimen donde decisiones altamente politizadas para acelerar o desacelerar el crecimiento de la oferta monetaria se hacen a intervalos frecuentes y para periodos correspondientemente cortos. Medidas antinflacionarias drásticas pueden, en estas circunstancias, percibirse, por ejemplo, como una indicación de un aumento en el tamaño de los “pasos” del paseo al azar, en cuyo caso la incertidumbre sobre el futuro de las variables nominales aumenta.

En Estados Unidos, no se ha hecho absolutamente nada que nos garantice estabilidad monetaria en el largo plazo. No se ha intentado ningún cambio en el régimen monetario que pudiese alterar en forma significativa las características del proceso generador de políticas, que nos dio la década estan-

flacionaria de los años setenta. En la percepción de muchos, la estabilidad futura del dólar está garantizada, hoy en día, por Volcker y por Reagan —es decir, por personalidades más que por arreglos institucionales.

Argentina obviamente enfrenta el mismo problema. Pero no tengo la presunción de dar cátedra a los economistas argentinos sobre problemas argentinos. Si encuentran que el resto de este escrito tiene una perspectiva excesivamente norteamericana, tanto en cuestiones teóricas como de política económica, espero que se vea en ello nada más que una expresión inofensiva de ventaja comparativa.

### II. CREDIBILIDAD

¿Cómo podemos crear estructuras que prometan un futuro con relativa estabilidad monetaria? En años recientes, se ha convertido en una moda teórica el hacer de la *credibilidad* el tema central en discusiones sobre regímenes monetarios. A un cierto nivel elemental, este énfasis sobre la credibilidad es seguramente acertado, puesto que el problema fundamental es estabilizar las expectativas nominales del público, de tal manera que sea posible la coordinación eficiente de actividades orientadas al futuro por medio de contratos en términos nominales.

Pero la discusión teórica se ha preocupado excesivamente, en mi opinión, de un cierto “dilema de credibilidad”. Este dilema está incorporado en modelos monetaristas de expectativas racionales con supuestos adicionales que implican la existencia de “incompatibilidad de incentivos”. La contradicción básica a que se refiere este término se puede enunciar brevemente de la siguiente forma: si tienes credibilidad, abusa de ella; cuando abusas de ella, la pierdes. Pero el dilema básico requiere ser examinado.

En los modelos de Barro y de Barro y Gordon, se supone que los hacedores de política tienen el incentivo de romper con su regla monetaria anunciada para crear inflación inesperada, y un consecuente aumento en el nivel de empleo. La

\* Ponencia presentada en la Sexta Reunión Anual de la Sociedad Econométrica Latinoamericana, Córdoba, Argentina, 22-25 de julio de 1986. Traducción de Patricia Torres y Angel Palerm.

inflación inesperada hace trabajar al consumidor representativo más de lo que le gustaría si supiese lo que está sucediendo. Pero, ¿por qué el consumidor representativo, en su papel como votante representativo, habría de recompensar al hacedor de política por timarlo haciéndolo trabajar demasiado? El responsable de política espera ser recompensado y, en este tipo de modelos, ésta es una expectativa racional.

Se nos pide, de hecho, que consideremos un mundo en el cual la inflación debe ser deplorada, pero la inflación inesperada debe ser alentada. Pero, ¿por qué habría de disgustarles a los agentes racionales la inflación anticipada y agradecerles la inflación inesperada en un mundo donde la primera es básicamente neutral en sus efectos y la segunda los engaña haciéndolos comportarse en forma no óptima? Una sugerencia, que se hace aparentemente con seriedad, es que el votante representativo ya ha cometido el error de imponerse a sí mismo un impuesto al ingreso, que lo ha inducido a volverse flojo, de tal manera que de hecho está agradecido por ser engañado para trabajar más. Es una respuesta astuta, demasiado astuta tal vez. Nos dice que debemos abandonar la búsqueda de políticas que puedan dar lugar a una moneda estable y valores nominales predecibles, puesto que, si las encontrásemos y las usásemos, entorpecerían el deseo racional del individuo representativo de caer en el engaño de no trabajar menos de lo que realmente desea. ¿Se dan cuenta?

Esta conclusión significaría un fin lastimoso y poco glorioso a la teoría monetaria tal y como la hemos conocido. Ahora bien, la conclusión suena disparatada, aun cuando la más moderna maquinaria de modelaje ha sido empleada para producirla. Por lo tanto, antes de abandonar esta respetable empresa podríamos considerar la posibilidad de que la conclusión en efecto es disparatada.

Nótese que el razonamiento está basado en: a) un modelo en el cual el desempleo converge rápidamente a la tasa natural en ausencia de perturbaciones nominales, donde b) la política de estabilización significa generar sorpresas nominales y nada más y donde c) los costos sociales de la inflación son tan pequeños que son compensados por los efectos transitorios sobre el empleo de las perturbaciones nominales.

Estoy de acuerdo, como uno seguramente debe estarlo, en que los gobiernos en ocasiones tienen un incentivo para acelerar la inflación, en especial cuando son incapaces de aumentar los impuestos de alguna otra forma. Pero, el supuesto común en la literatura sobre el dilema de credibilidad es que el incentivo a inflar está precisamente en los efectos de la inflación sobre el empleo. Suena razonable, pero ¿lo es realmente?

Mi propio punto de vista sobre las posibilidades de una reforma monetaria es más optimista, tal vez ingenuamente optimista. Creo que los gobiernos no tendrían un incentivo tan general para inflar si operasen sobre la base de una teoría monetaria correcta. Daría cuatro razones para esta afirmación, de las cuales aquí solo discutiré algunas.

1) Los costos económicos y las consecuencias sociales de la inflación, si se entienden adecuadamente, son como para desalentar vigorosamente el uso de políticas inflacionarias.

Esto es así, si los costos y las consecuencias son entendidos adecuadamente por los economistas y por los hacedores de política. Los economistas no entendieron en lo absoluto al final de la década de los años sesenta, cuando la inflación en Estados Unidos empezaba a adquirir impulso, y, a fin de cuentas, aún se aprecia una falta de comprensión clara del problema.

Si me lo permiten, le pediría a los economistas argentinos que hagan accesible la experiencia argentina con la inflación a los economistas de todo el mundo —y en una forma tan gráfica como sea posible.

2) Una política de estabilización útil no consiste en crear sorpresas nominales, o, en efecto, sorpresas de ningún tipo.

3) Los gobiernos que consistentemente operan más allá de su capacidad impositiva de largo plazo pierden prácticamente toda capacidad para llevar a cabo políticas macroeconómicas útiles. El preservar la capacidad de intervenir en una depresión originada en causas reales, por lo tanto, un incentivo para mantener políticas fiscales “prudentes” en tiempos normales.

4) Todos tienen algo que ganar si se ejecutan políticas predecibles para las variables nominales. Si el gobierno crea un paseo al azar en la escala nominal de la economía, la impredecibilidad de los valores nominales futuros significa un entorno altamente riesgoso para el sector privado, y también, que el gobierno no puede inferir confiablemente cuáles son las expectativas del sector privado. Ni el gobierno, ni el sector privado pueden predecir confiablemente las consecuencias de sus propias acciones —y, si contratan a un economista para que les haga sus predicciones, éste fracasará. De manera que tanto los políticos, como el sector privado y los economistas tienen algo que ganar si las políticas son menos volátiles.

### III. TEORÍAS MACROECONÓMICAS ALTERNATIVAS

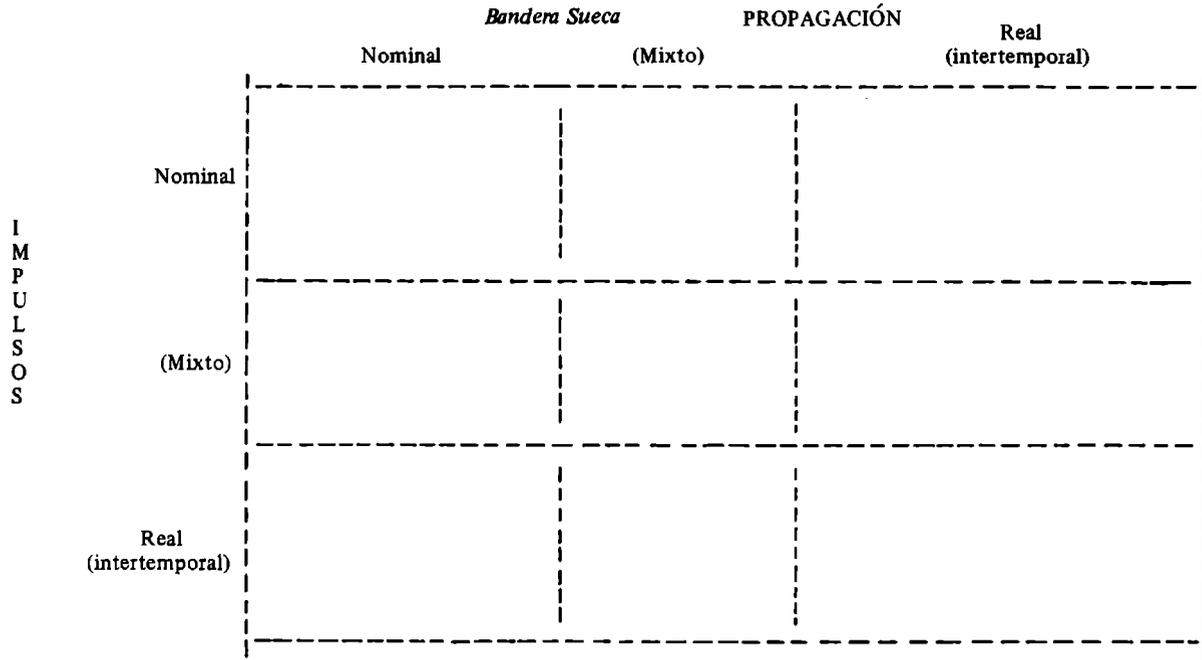
¿Cuáles son las propiedades del sistema para el cual estamos tratando de diseñar un régimen monetario estable? Esta es, por supuesto, una pregunta que debemos contestar antes de seguir avanzando mucho más. Desafortunadamente, es una pregunta bastante difícil. Equivale a preguntar: ¿cuál teoría del ciclo económico es la “correcta”?

Para poder discutir teorías macroeconómicas alternativas he encontrado útil la taxonomía de la Gráfica 1.

En este contexto, deseo concentrarme únicamente en dos teorías: la monetarista (N/N), que combina una hipótesis de perturbaciones nominales con el supuesto de que los salarios nominales son inflexibles, y la keynesiana (R/R), que combina una hipótesis de perturbaciones sobre el rendimiento real de la inversión con la hipótesis de que los especuladores en los mercados financieros impiden el ajuste equilibrante de la tasa de interés real.

Dos observaciones sobre la teoría N/N: 1) si los impulsos nominales ocurren como innovaciones en una oferta mone-

GRÁFICA 1  
Bandera Sueca



taria estrictamente exógena, los agentes podrían evitar fluctuaciones en el nivel de actividad real, sencillamente cambiando los precios de manera proporcional a los cambios en  $M$ ; 2) si la hipótesis N/N es, a pesar de todo, generalmente cierta, la conclusión es, por supuesto, clara: uno debería abstenerse de crear perturbaciones nominales y el régimen monetario debería ser una regla de Friedman de algún tipo.

Si, en cambio, la hipótesis intertemporal R/R es cierta, o si lo es en ocasiones, las cosas se ven de forma un tanto diferente.

La hipótesis keynesiana de un impulso real empieza con un cambio en la "eficiencia marginal del capital", es decir, un cambio en la rentabilidad percibida de usar recursos presentes para aumentar el producto futuro. No es del todo claro por qué esta hipótesis, que se aceptaba casi sin cuestionamientos hace unas décadas, ha caído en total desgracia, ya que los argumentos explícitos contra ella, que uno encuentra dispersos aquí y allá, no son ni nuevos ni convincentes. Entre ellos tenemos los siguientes:

- i)* La hipótesis del impulso real deja sin explicar la correlación positiva entre dinero e ingreso.
- ii)* Si hubiese tal cosa como un impulso real agregado, debería aparecer como una correlación inversa entre precios monetarios y producto.
- iii)* No existen razones para suponer que perturbaciones reales en diferentes sectores de la economía estén correla-

cionadas, de modo que la misma noción de impulsos reales agregados es dudosa.

*iv)* Aun cuando en ocasiones los impulsos reales agregados fuesen predominantemente de un signo, los recursos requeridos por algunos sectores para expandirse tendrían que sustraerse de otros sectores que por tanto se contraerían.

Estos son, por supuesto, ejemplos de razonamiento no tan solo prekeynesiano sino premitchelliano.

Para responder a estas objeciones, uno debe reconocer tanto que la oferta monetaria varía endógenamente, como que el nivel de actividad en el sistema depende (aun en equilibrio) de la tasa de retorno a la inversión. Consideremos esta última idea primero. Si aumenta la productividad percibida de los insumos presentes en términos de productos futuros, mientras que se mantiene inalterada en términos de productos presentes, será redituable expandir el empleo (es de esta manera, después de todo, como explicamos por qué los campesinos trabajan más en la época de siembra). Por lo tanto, los sectores afectados inicialmente pueden expandirse sin forzar a una contracción correspondiente en otros sectores. El aumento del producto es financiado mediante créditos otorgados a los productores por los proveedores de materias primas y bienes intermedios, y por créditos otorgados por los bancos para cubrir una nómina salarial en aumento. De esta manera, inversión y empleo crecientes van acompañados de un aumento endógeno en la oferta monetaria.

Para que la economía no sobrepase el ajuste de equilibrio a los mejores rendimientos esperados en algunos sectores, la tasa real de interés debe aumentar a su nuevo nivel "natural". Ahora bien, cual es ese nivel puede ser difícil de diagnosticar. Tampoco es claro, como Keynes enfatizó, que los participantes en los mercados financieros tengan fuertes incentivos para tratar de descubrir qué tasa real de interés igualaría el ahorro agregado con la inversión en pleno empleo (el nivel del cual también depende de la tasa de interés), puesto que las ganancias se hacen con base en anticipar lo que de hecho va a ocurrir y no lo que debería ocurrir en el mejor de los mundos posibles. Los "mercados eficientes", por lo tanto, no nos aseguran el resultado correcto. Para ejemplificar el sobreajuste, consideremos la condición suficiente, pero no necesaria, de que el Banco Central estabiliza las tasas de interés al darle rienda suelta al sistema bancario para redescantar a la vieja tasa de interés. En este caso los sectores que deberían expandirse se expanden demasiado, y gradualmente comienzan a arrastrar a sus proveedores; aumenta, entonces, el gasto en consumo y se generaliza la expansión.

Para que la postura keynesiana tenga sentido en términos del ciclo económico común, uno debería, en mi opinión, imaginar esta gradual propagación del impulso expansivo como el proceso que está detrás de la frase de libro de texto: "un desplazamiento hacia afuera de la eficiencia marginal del capital". Ciertos eventos políticos, por ejemplo, pueden representarse como choques que inciden directamente sobre las expectativas de inversión de la mayoría de los sectores de la economía en forma simultánea, pero tales impulsos reales agregados no deben ser el caso general.

El punto central en el caso de un impulso real es el siguiente. En el proceso analizado, el acervo de dinero varía junto con el ingreso por razones endógenas ("causalidad inversa") y el empleo varía junto con el ingreso nominal por razones que, al menos en un principio, no tienen nada que ver con la rigidez de los salarios nominales (pero mucho que ver con la rigidez de los precios intertemporales, es decir, con la tasa de interés).

El desequilibrio monetario es, sin embargo, central a la explicación de cómo el ingreso nominal cambia en esta teoría, como lo es en la teoría monetarista N/N. Así que, en cierto sentido, la teoría todavía es calificable como una teoría "monetaria" del ciclo, aun cuando supone un impulso inicial de tipo real. Nótese en especial que es concebible que tales fluctuaciones puedan reducirse grandemente si el banco central deja de estabilizar las tasas de interés, y se sigue en cambio una regla de Friedman para  $M_2$ . (También es posible, sin embargo, que una política que fuese lo suficientemente lejos en esta dirección como para tener éxito, también haría la oferta real de crédito en el sistema tan inelástica como para impedir el aprovechamiento de muchas oportunidades shumpeterianas de crecimiento.)

Supongamos, para seguir con el argumento, que concluyésemos que *todos* los ciclos agregados son "monetarios" en el sentido de que desaparecerían si la regla de Friedman fuese impuesta al sistema. *Todavía* sería necesario el distin-

guir claramente entre los casos de impulsos nominales y de impulsos reales para no quedar atrapados en las ambigüedades de este uso del término "monetario". En el caso monetarista ortodoxo, los cambios en la oferta monetaria son modelados como si fuesen puramente impulsos nominales de oferta en un sistema de moneda fiduciaria. Durante la recesión, la oferta monetaria es demasiado pequeña con relación al nivel de precios, y durante el auge es demasiado grande. En el caso keynesiano de causalidad inversa, sin embargo, el acervo nominal de dinero varía para satisfacer una demanda real por dinero cambiante cuando el producto y el empleo responden a impulsos reales. En este caso, *observar los cambios en el acervo de dinero no va a dar ninguna pista de cómo fijar precios nominales*. Cualquier agente que siguiese la regla de fijar sus precios proporcionalmente a la oferta monetaria, perdería todos sus clientes en el auge y remataría sus inventarios por debajo de su costo de reposición en una depresión. *Es en un sistema donde las fluctuaciones de este tipo son comunes, que los impulsos nominales pueden tener importantes efectos reales*. Desde mi punto de vista, ¡necesitamos a Keynes para salvar a Friedman de Lucas!

Aun así, los agentes no estarán completamente desamparados para distinguir gradualmente qué clase de impulso predomina en un momento dado. Así, si pudiésemos comparar los efectos de estos dos tipos de impulsos (digamos para cambios iguales en el ingreso nominal), deberíamos esperar que los impulsos nominales mostrasen grandes cambios en los precios y pequeños cambios en el producto, y que los impulsos reales de tipo keynesiano mostrasen grandes cambios en el producto y pequeños cambios en los precios. En otras palabras, la disyuntiva [pendiente de la curva\*] de Phillips de corto plazo, no es la misma para "desplazamientos de la LM" que para "desplazamientos de la IS". Esta es una razón para no comprometerse con una hipótesis de un solo impulso para todos los ciclos: no explica por qué las fluctuaciones antes y después de la quiebra de Bretton Woods parecen ser diferentes en este respecto. Mi inferencia es que los impulsos reales (con moneda endógena) predominan en la historia de Estados Unidos hasta mediados de los años sesenta y que, aun cuando los impulsos reales todavía se entremezclan posteriormente, los impulsos nominales predominan en los años setenta.

#### IV. UNA DISGRESIÓN SOBRE CONVERTIBILIDAD

El *viejo dilema* que encontramos en la antigua literatura sobre dinero y banca era *cómo crear un "sistema" elástico de moneda y crédito manteniendo la estabilidad nominal*. Creo que éste es todavía el problema básico.

La *vieja solución* tenía serios defectos, pero era una solución: mantener la convertibilidad del dinero en plata u oro

\*Nota del traductor.

y dejar que esta convertibilidad fuese la garantía del nivel de precios en el largo plazo. Era posible diseñar sistemas con convertibilidad para proporcionar una considerable elasticidad cíclica del dinero "interno". Las expectativas de precios en regímenes monetarios con convertibilidad tienden a ser inelásticas en el corto plazo, anticipando que el nivel de precios revertirá a la tendencia determinada por la oferta y demanda subyacentes del metal monetario. Así, los precios corrientes no varían proporcionalmente al dinero interno a lo largo del ciclo. Este hecho da al Banco Central la capacidad para influir sobre el precio real y la disponibilidad de crédito en el corto plazo, y, por lo tanto, una influencia limitada sobre el ingreso real y el empleo. Estos poderes limitados, más aún, se maximizan —en vez de minimizarse— cuando las medidas de política son totalmente anticipadas.

No considero recomendable, sin embargo, el intentar un retorno al patrón oro y ni siquiera a Bretton Woods. Pero vale la pena recordar la lógica macroteórica de los sistemas con convertibilidad.

## V. LA PROPUESTA DE UN TOPE PARA LA BASE

La insatisfacción y exasperación provocadas por la inestabilidad monetaria de los últimos veinte años han estimulado numerosas propuestas para una reforma de la política monetaria. Reglas de tasas de crecimiento constantes de la oferta monetaria, fijación de objetivos de nivel de precios, regreso al patrón oro y desnacionalización del dinero son algunas de las más conocidas; pero hay también muchas otras no tan generales que tienen que ver con los detalles de la conducción de la Reserva Federal o sus procedimientos de operación. El número de propuestas formuladas ha alcanzado, desde hace mucho, el punto en el cual el esfuerzo de todos por lograr lo mejor se ha vuelto el enemigo de lo meramente bueno. El número de reformadores potenciales probablemente superan a los defensores del *statu quo*, si los hay, por un margen considerable. Pero no estamos yendo a ninguna parte.

El *International Herald Tribune*, 5-6 de julio de 1986, reportando sobre una reunión en Zurich del "Who's Who in international economics" mostraba esto muy claramente:

Había un consenso generalizado sobre el deseo de tipos de cambio más estables y coordinación de políticas. Como era de esperarse, la discusión sobre reforma fue una Babel de puntos de vista encontrados.

¿Es posible encontrar una "buena" reforma factible que no sea el enemigo de la "mejor" reforma de todo el mundo? Tengo un candidato. Esta propuesta no nos exige que de una vez escojamos bandos sobre todos los temas que dividen a keynesianos, monetaristas, nuevos clásicos y economistas de la oferta. Tampoco nos compromete a una reestructuración radical de las instituciones o procedimientos de política

existentes. Carece, tal vez, del atractivo de esas reformas radicales que prometen resultados "óptimos". Pero es definitivamente un paso en la dirección correcta —y permite continuar al debate sobre el óptimo que debe escogerse.

La propuesta es que el Congreso legisle un *máximo* para la base monetaria que la Reserva Federal puede tener en existencia en cualquier momento dado. En la fecha en la cual la legislación entre en vigor, la base legal máxima debería ser fijada a un valor unos cuantos puntos porcentuales (¿10 a 15?) por arriba de la base existente. Desde ese momento, el *tope fijado a la base* se calcularía usando una regla de crecimiento de Friedman a partir de la fecha inicial.

La idea del tope a la base no cae de ninguno de los dos lados del viejo debate sobre "Reglas *versus* Discrecionalidad". Fija un *límite* a la discrecionalidad permitida. Pero este límite se puede fijar dejando un margen inicial considerable. Al mismo tiempo, la instrumentación del tope para la base no excluiría otras medidas para limitar la discrecionalidad o mejorar la delimitación de responsabilidades. La propuesta, por lo tanto, podría tener el respaldo, por lo menos sobre una base interina, de la mayoría de la gente a ambos lados del debate sobre reglas contra discrecionalidad.

De igual forma, un tope legislado para la base deja abierta la elección tanto de políticas de corto plazo como de procedimientos operativos. Mientras la Reserva Federal se mantenga por debajo del tope, puede expandir o contraer, y puede ejecutar cualquiera de las dos políticas usando objetivos de cantidades o de tasas de interés. Podría tener el apoyo, por lo tanto, de gente con ideas bastante divergentes respecto a cuáles serían los mejores procedimientos operativos del Banco Central.

Si, entonces, la propuesta de un tope para la base deja sin decidir todas las cuestiones de política monetaria más importantes en el debate de años recientes: ¿qué bien terrenal podría traer? Su propósito principal es reducir la incertidumbre existente acerca del nivel de precios en dólares sobre el mediano y largo plazo. Un compromiso creíble a un tope para la base por parte de las autoridades norteamericanas lograría esto. Ciertamente, la Reserva Federal mantendría discrecionalidad en el corto plazo, siempre y cuando se encontrase por debajo del tope. Pero el tope elimina la posibilidad de que la política monetaria de Estados Unidos vaya a seguir una larga secuencia de movimientos predominantemente inflacionarios. La Reserva Federal tendría que administrar la diferencia entre el tope legal y la base existente esencialmente de la misma manera que los bancos centrales manejaban sus reservas de oro y divisas fuertes bajo el patrón cambio oro o Bretton Woods. La propuesta, por lo tanto, debe ofrecer algunos de los beneficios de estos patrones, específicamente ofrecería un regreso a la relativa inelasticidad de las expectativas nominales —sin la desventaja de ser dependiente del carácter errático de la producción de oro.

La reducción de la incertidumbre acerca del valor del dólar en el largo plazo hará aumentar el volumen del financiamiento a través de bonos a largo plazo y, al mismo tiempo, ayudaría a bajar las tasas de interés nominales, al reducir, o,

en el mejor de los casos, incluso a eliminar la prima inflacionaria. El que los precios futuros en dólares sean más predecibles mejoraría la distribución de los recursos reales de inversión en el país. Tal vez no es demasiado esperar que, sobre un plazo más largo, los ahorros personales, que han bajado tanto en nuestro periodo de mala administración monetaria, también se revivan, a medida que el público norteamericano vuelva a aprender que no todos podemos enriquecernos especulando en bienes raíces o siendo astutos en finanzas inflacionarias. De esta forma, la acumulación de capital en Estados Unidos podría ser puesta sobre una base más firme que con la actual combinación de grandes incentivos fiscales para la inversión junto con altas tasas reales de interés para atraer el financiamiento requerido a través de flujos de capital extranjero.

Aun cuando el principal propósito de la propuesta del tope para la base es reducir la incertidumbre nominal de largo plazo, es factible que también reduzca la especulación de corto plazo sobre el curso de la política monetaria. La intensa fascinación del mercado con las variaciones mensuales, e inclusive semanales, en la tasa de crecimiento de la oferta monetaria es un fenómeno relativamente reciente, y, a su vez, una adaptación a un entorno monetario de paseo al azar. Una vez que esté claro que los anuncios de oferta monetaria de los viernes no señalan cambios en la postura de las autoridades monetarias a largo plazo, las expectativas de inflación se volverán menos volátiles. Esto traería dos beneficios.

En primer lugar, cuanto menos volátiles y más coherentes sean las expectativas de inflación, será mejor la capacidad para predecir las consecuencias de medidas de política macroeconómica. Esto, por lo tanto, haría posible una política de estabilización racional —que, siendo más predecible, estabilizaría aún más las expectativas. Cuando, de esta manera, la interacción entre las autoridades de política económica y el sector privado se vuelve más confiable, ambas partes se encuentran mejor capacitadas para anticipar el resultado que de hecho tendrán sus acciones. En segundo lugar, una mayor estabilidad de las expectativas de inflación también serviría para reducir la volatilidad de los tipos de cambio y, por lo tanto, ayudaría a crear un entorno menos volátil para los sectores de la economía más expuestos a la competencia externa aquí y en otros países.

Obviamente, la política monetaria nunca puede separarse completamente de la política. Pero su manejo mensual puede aislarse en cierta medida de las presiones políticas inmediatas. Una constitución monetaria, que haga al nivel de precios predecible y mantenga los movimientos de la tasa de interés en márgenes razonables, restringe los poderes redistributivos del Banco Central. Ese es, por supuesto, el principal prerrequisito para despolitizar la actividad del Banco Central.

Mi propuesta de un tope para la base no es la única que podría producir estos efectos y puede no ser la mejor entre aquellas que lo harían. Es, sin embargo, en esta dirección que debemos movernos. Eso es lo más importante. Estados Unidos ha logrado reducir la tasa de inflación con éxito,

aunque no sin dolor. Pero la estabilidad futura del dólar por el momento está garantizada, a los ojos del mundo por Volker y Reagan. La estabilidad monetaria debe descansar sobre arreglos institucionales y no ser dejada a la contingencia de personalidades. La tasa de inflación en Estados Unidos puede haber llegado a cero, pero todavía necesitamos una reforma monetaria.

## ANEXO

### Reforma Monetaria y Estabilidad Económica\*

Senador:

En los últimos tres años, hemos reducido la tasa de inflación en este país de cifras de dos dígitos a lo que ahora parece ser un nivel tolerable. Pero no hemos hecho nada que nos asegure un futuro con estabilidad monetaria. El régimen monetario que hemos permitido desarrollarse en Estados Unidos durante los últimos veinte años es profundamente malo y nos ha costado caro. A la fecha no se ha hecho nada por reformar este régimen.

En otros escritos lo he llamado el patrón monetario de paseo al azar. En ese régimen, las autoridades deciden un periodo a la vez si aceleran, mantienen constante o desaceleran la tasa de crecimiento monetario. Solamente las condiciones económicas corrientes y las presiones políticas del momento son relevantes para esta decisión. Las tasas de crecimiento futuras del dinero se dejan para el futuro. Nadie piensa acerca de ellas ahora. Quien quiera que esté a cargo cuando llegue el momento, acelerará o desacelerará como crea pertinente. La única regla que gobierna este proceso es que en cada momento aquellos que están a cargo escogen lo que parece más conveniente y efectivo en ese momento.

En este sistema que hemos permitido desarrollarse no hay una manera científica o racional mediante la cual el sector privado pueda pronosticar los niveles futuros de precios. La incertidumbre implícita en cualquier pronóstico del nivel de precios en el futuro crece exponencialmente con la distancia en el tiempo. Distintas personas harán diversas estimaciones, de manera que el estado de las expectativas en el mercado muy probablemente será incoherente. Por ejemplo, el valor del dólar en 1994 es un tópico adecuado, no para una discusión racional, sino para hacer chistes amargos o desesperados. Sin embargo, en una economía capitalista como la nuestra, las personas están obligadas continuamente a apostar al nivel de precios que prevalecerá dentro de diez años, exista o no una manera racional para pronosticarlo.

\* Traducción de "Monetary Reform and Economic Stability", *Joint Economic Committee Hearings*, 16 de mayo de 1984. Traducción de Roberto Marino. Se ha omitido una parte del artículo original debido a que repite los argumentos de la sección 5 de "La búsqueda de la estabilidad monetaria".

Las consecuencias de este régimen monetario pueden ser agrupadas bajo tres categorías:

1) Se vuelve más estrecho el mercado de bonos de largo plazo, y los mercados para algunos tipos de instrumentos tienden a desaparecer. El carácter desigual de los ajustes de precios en una inflación provoca irregularidades en el sistema de precios y hace más difícil la coordinación eficiente de recursos. Cambios frecuentes de dirección de la política monetaria significarán errores más frecuentes en las decisiones de producción. Estos errores tienen efectos adversos sobre las ganancias actuales, y la expectativa de la permanencia de sus efectos adversos sobre los ingresos reduce el incentivo a hacer inversiones de capital a largo plazo. El mayor riesgo del financiamiento nominal a largo plazo refuerza esta tendencia depresiva sobre la inversión. De esta manera, en este tipo de régimen monetario uno debe esperar que tanto la productividad como la acumulación de capital se vean afectados adversamente. Este régimen monetario es una receta para la estanflación.

2) En este régimen monetario, la capacidad para pronosticar la inflación, y para cubrirse contra sus cambios cuando éstos no pueden ser pronosticados con precisión, se vuelve más importante para el éxito y la sobrevivencia de las empresas que la eficiencia y la competitividad en la producción y distribución de bienes y servicios. Las reglas de nuestro sistema de selección de individuos a la fama y a la fortuna cambian: en las corporaciones, las personas encargadas de las finanzas se ven favorecidas sobre las personas encargadas de la mercadotecnia, los abogados sobre los diseñadores de productos, los contadores sobre los gerentes de producción. Las personas, particularmente las ambiciosas, reorientarán sus esfuerzos y usarán su ingenio para ajustarse de acuerdo con esta situación.

Desde finales de los años sesenta, jugar a la inflación de manera correcta ha sido la forma en que los americanos ambiciosos la pueden hacer en grande. Pero ninguna comunidad puede mejorar sus patrones de vida jugando este juego. ¿Quién se encarga de hacer crecer la productividad mientras los demás nos ocupamos de nuestros negocios con bienes raíces y de encontrar nichos en el sistema impositivo que permiten derivar beneficios de la inflación? De nuevo hemos permitido que se desarrolle un régimen que es una receta para la estanflación.

3) En este entorno monetario, el resultado en términos reales de los acuerdos contractuales privados se hace más incierto. Esto quiere decir que los contratos son mecanismos menos efectivos y menos confiables para reducir a proporciones manejables los riesgos, especialmente de los proyectos a largo plazo. Cuando los acuerdos privados —la contratación— fallan de manera creciente, la búsqueda de favores políticos se vuelve una estrategia sustituta para muchos grupos. Así, la mala administración monetaria de paseo al azar traerá como consecuencia esfuerzos de toda clase de grupos para obtener por compulsión pública lo que la cooperación privada no pudo ofrecer. Los legisladores estarán

colmados de peticiones para controlar tal precio o tal renta, para regular tal manera de hacer negocios, para poner impuestos sobre unos y subsidiar a otros, etc. Al tratar de lidiar con todo esto, ellos mismos se vuelven menos eficientes, de la misma manera que la economía se ha vuelto menos eficiente para manejar sus propios asuntos. El sistema político se percibe como perdiendo su legitimidad, y los políticos tendrán que enfrentar la ofensa final: las demandas del público para fijar nuevos límites constitucionales al gobierno, tales como la enmienda del presupuesto balanceado.

[...] Una breve nota histórica ayudará a clarificar la lógica de la propuesta para un tope a la base monetaria. En Gran Bretaña, hace más de cien años, la ley bancaria de Peel de 1844 dividió al Banco de Inglaterra en dos departamentos: uno de emisión y otro bancario. El primero operaba con una regla que lo restringía a emitir billetes del Banco de Inglaterra por un valor total igual a la suma de la llamada emisión fiduciaria y las tenencias de oro del banco. Esto equivale a un tope a la base para un sistema de patrón oro. El departamento bancario llevaba a cabo operaciones de banca comercial que le redituaban beneficios, pero, en su papel de banca central y prestamista de última instancia, también podría implementar políticas discrecionales de estabilización al ser la emisión de billetes la base monetaria del resto del sistema bancario.

Lo que hace interesante a este sistema en la actualidad es la manera en que combina reglas y discrecionalidad. La cantidad total de pasivos en forma de billetes del departamento de emisión fijaba el tope a la posible expansión del departamento bancario en cualquier momento. Al instituir mi propuesta de un tope a la base, uno podría copiar esta característica de la organización del Banco de Inglaterra en el siglo XIX, y dividir a la Reserva Federal en un departamento de emisión sujeto a una regla, y un departamento de estabilización cuya laxitud para tomar medidas discrecionales de política sería sin lugar a dudas un tema de continua controversia ante este Comité.

Un banco central operando bajo un tope legislado para la base tendría que tratar a la diferencia entre el máximo legal de la base monetaria y la base existente —sus propias reservas excedentes por llamarlas de alguna manera— como si fuesen reservas internacionales y el banco estuviese en un sistema de tipos de cambio fijos. El departamento de estabilización podría adoptar una política expansionaria, e intervenir como prestamista de última instancia, siempre y cuando tuviera un exceso de reservas a la mano. Si, en su intento por sacar a la economía de una recesión, se fuese tan arriba como para pegar con el tope legal, tendría que proyectar un periodo prolongado con tasas de expansión menores a la tasa friedmaniana permisible, a fin de acumular las municiones necesarias para ser de ayuda en la próxima recesión.

La mayoría de las constituciones tienen cláusulas de escape. La constitución monetaria que yo propongo también necesita una. No tenemos la capacidad para escoger una tasa de crecimiento para la base monetaria desde hoy hasta el fin del siglo y estar seguros de que es y continuará siendo la correcta. La innovación financiera está avanzando a pasos ace-

lerados en la actualidad con consecuencias impredecibles sobre la demanda futura de la base monetaria. Una tasa de crecimiento de 3% puede ser aproximadamente correcta ahora, pero quizás resulte que mañana dejaría demasiado espacio a políticas inflacionarias.

Yo creo que el Estatuto de la Reserva Federal debe enmendarse de tal manera que se haga a la estabilización del nivel de precios en el largo plazo la responsabilidad básica y principal del Sistema de la Reserva Federal, el Bundesbank alemán opera bajo una ley de esta clase.

Ahora, otros objetivos de política social deberían ser, o bien eliminados totalmente del decreto o estar clara y explícitamente subordinados al objetivo de estabilidad de precios. Esto debe hacerse, por supuesto, no porque la estabilidad de precios sea el más importante de nuestros objetivos sociales —no lo es— sino porque es un objetivo social importante que sí puede ser alcanzado a través de la política monetaria, mientras que el pleno empleo, por ejemplo, no puede serlo. El Banco Central debe concentrarse sobre aquello en lo que es importante y en lo cual tiene posibilidades de éxito, y no estar obligado a perseguir gansos salvajes que nunca podrá alcanzar.

Tal provisión en el Estatuto de la Reserva Federal expresaría la intención básica de la constitución monetaria y podría servir, consecuentemente, como la cláusula de escape bajo la cual podrían hacerse cambios en la regla friedmaniana. La Reserva Federal tendría que acudir al Congreso y argüir que un crecimiento de 3% de la base monetaria, por ejemplo, es demasiado alto como para ser consistente con estabilidad de precios en el largo plazo. La Reserva Federal podría, entonces, solicitar una revisión del tope a la base monetaria en función de estos argumentos, pero sólo en función de ellos. En la época del patrón oro, el Banco de Inglaterra en varias ocasiones tuvo que pedir la aprobación del gobierno para suspender la convertibilidad de sus billetes en oro. Probablemente deberán hacerse provisiones para la suspensión temporal del tope a la base. La suspensión de la convertibilidad para permitir el financiamiento inflacionario en épocas de guerra ha sido en el pasado un motivo aceptado que esperamos no se tenga que volver a vivir. Pero la posibilidad de una moratoria de las grandes deudas de algunos países con bancos de Estados Unidos levanta el espectro de un prestamista de última instancia sin recursos adecuados a su disposición. La suspensión temporal en un caso como este debe ser otorgada por el Congreso, pero sólo con un claro compromiso de que la Reserva Federal retorne finalmente a una vida por debajo del viejo límite a la base.

La decisión unilateral de Estados Unidos para estabilizar el poder de compra del dólar —que es a lo que equivale mi propuesta— crearía un incentivo para que algunos países fijen sus tipos de cambio con el dólar, como lo hicieron en los años cincuenta y los sesenta. Un posible problema transitorio sería una escasez de dólares para ellos y un exceso de demanda por base monetaria de dólares con efectos deflacionarios para nosotros. La Reserva Federal podría responder a esta situación pidiendo una revisión hacia arriba de la tasa

de crecimiento del tope bajo la provisión de estabilidad de precios del Estatuto, tal como he concebido a éste en mi propuesta. Alternativamente, Estados Unidos podría aceptar la emisión limitada por el Fondo Monetario Internacional de derechos especiales de giro convertibles en dólares.

La propuesta de un límite a la base ofrece el potencial de reconstrucción del sistema monetario internacional, que ahora se encuentra en ruinas, alrededor de un dólar sólido. Aquí distingo un dólar sólido, que gozaría de una baja tasa de interés, del actual dólar fuerte, que pide prestada su fuerza a tasas de interés astronómicamente altas.

Sin embargo, no intentaré anticipar aquí cómo se tomarían el segundo, tercero y enésimo pasos hacia tal objetivo.

Ahora, el incremento anual en el tope a la base puede apropiadamente incluirse en el presupuesto como un ingreso ordinario. El Sistema de Reserva Federal simplemente acreditaría la cuenta del Tesoro por esa cantidad, al tiempo que recibiría una cantidad correspondiente de bonos a largo plazo del gobierno de Estados Unidos, pero quizá estos bonos no debieran pagar intereses.

La tasa de crecimiento tope debería fijar también el límite al monto del déficit que el gobierno podría proyectar monetizar en un momento dado. Si entonces representara una limitante para el Congreso y la Administración, la propuesta induciría a un cierto grado de disciplina fiscal que fuese creíble.

La reforma fiscal puede resultar ser más esquivada que la reforma monetaria. Una enmienda de presupuesto balanceado sería una camisa de fuerza, aunque quizá con la característica redentora de no poderse hacer cumplir. Una restricción más flexible sería preferible si se pudiese encontrar alguna que, a pesar de ello, fuese efectiva.

Tengo una sugerencia que ofrecer. Dejemos que cada miembro del Congreso publique su propia versión del presupuesto federal. El presupuesto de la Administración sería el punto de referencia. Si el senador o congresista propone, por ejemplo, impuestos sobre ingresos más altos, menor gasto en defensa y mayor gasto en ciertos programas de bienestar, o algún otro esquema parecido, el presupuesto federal puede ser recalculado bajo el supuesto de que todos estos cambios que él o ella apoya serían autorizados. Estos presupuestos individuales podrían ser compilados, revisados y publicados por la Oficina del Presupuesto del Congreso. Los medios de comunicación y el público votante podrían fácilmente evaluar el nivel general de gasto e impuestos, y, por lo tanto, el tamaño del déficit o superávit, que el legislador en efecto está apoyando.

Por supuesto, una reforma de este estilo no siempre nos acercaría a un presupuesto balanceado. Lo que se esperaría lograr es que produjera presupuestos más cercanos, de los que tenemos actualmente, a las preferencias que sobre estas cuestiones tiene la población votante. También le haría la vida un poco más difícil a los congresistas. No es de esperar, por lo tanto, que el Congreso exija a todos sus miembros que se comprometan de esta manera públicamente a un presupuesto. Pero cualquier legislador individual podría iniciar el

proceso al elaborar su propio presupuesto federal. Si un grupo suficientemente grande tuviese registrados sus presupuestos en la Oficina del Presupuesto del Congreso, la práctica se diseminaría por sí misma sin necesidad de hacerla obligatoria.

Si la población votante fuese capaz de juzgar la posición fiscal global de los candidatos a los puestos públicos de esta manera, es razonable esperar —creo yo— que tendríamos como resultado políticas fiscales suficientemente responsables, de manera que nuestra estabilidad monetaria futura no estaría amenazada por este problema tan importante.

En conclusión, es mucho lo que está en juego. Enfrentamos en la actualidad graves peligros y grandes oportunida-

des en el frente económico. Los peligros son la continuación de la inestabilidad monetaria, quizá con una renovada inflación, un deterioro de la crisis de la deuda internacional y un creciente proteccionismo aquí y en el exterior. Si no se evitan estos peligros no podremos aprovechar las oportunidades. Las oportunidades yacen en las nuevas tecnologías en electrónica e ingeniería biológica. Si tenemos la sabiduría suficiente para proporcionar y mantener el medio ambiente necesario de estabilidad monetaria y financiera, de libre comercio y competencia, nosotros podemos tener —creo yo— un gran auge duradero de inversión que llevaría a Estados Unidos, y a la mayoría de los demás países industrializados y a los países en proceso de industrialización, a niveles desconocidos de prosperidad.