

## ¿EL FIN DEL MONETARISMO?

FRANCISCO ROSENDE\*

### 1. INTRODUCCIÓN

La sucesión de un rápido crecimiento del producto, el gasto, y muy especialmente del precio de los activos, dio origen a un intenso debate en los EE.UU. a fines de la década pasada y comienzos de la actual, respecto de si la política monetaria debía intervenir para contener este ciclo expansivo. Ello, de modo de evitar desequilibrios mayores que posteriormente pudiesen arrojar la economía a la fase cíclica opuesta: una recesión.

Más tarde, al manifestarse una desaceleración importante en la tasa de crecimiento del producto, junto con una violenta caída en los índices de precios accionarios, la discusión cambió de giro. Esta vez la pregunta relevante ha sido –básicamente– hasta dónde puede la Reserva Federal disminuir la tasa de política monetaria (TPM), con el propósito de impedir que se concrete una recesión. Así, en los últimos años hemos presenciado reiteradas e insistentes peticiones de reducción en la TPM, la que a fines del primer semestre del año 2003 llegó a su nivel más bajo en 45 años. Los temores a un desplome del gasto privado, en el marco de una deflación de precios de activos, ha motivado un extendido temor a un episodio deflacionario. Más concretamente, estos temores se han asociado con la comprobación de que el nivel de producto real se encuentra por debajo de lo que sería una estimación razonable de su “nivel potencial”.

En mayor o menor medida este tipo de análisis se repite en los últimos años en la “eurozona”, en Inglaterra, y también en economías en desarrollo como la chilena.

Así, existe una impresión ampliamente extendida en cuanto a que la política monetaria debe apuntar al cierre de la “brecha de producto”. Al mismo tiempo, la discusión del signo e intensidad de la política monetaria se identifica con el nivel de la TPM, omitiéndose cualquier referencia a los agregados monetarios. Más aún, parece estar generalizada la idea de que es la “brecha de producto” el principal determinante de la inflación, por cuanto esta variable indicaría la capacidad de fijar precios de las empresas.

En este análisis de las presiones inflacionarias, no ocupa ningún papel el comportamiento del dinero, contrariamente a lo que ocurría algunos años atrás, cuando parecía estar ampliamente aceptada la teoría cuantitativa como marco de análisis de la inflación. Así por ejemplo, un estudio reciente realizado por dos

\* Facultad de Ciencias Económicas y Administrativas, P. Universidad Católica de Chile.  
frosende@faceapuc.cl

Agradezco los valiosos comentarios de Bernardita Vial, Rodrigo Cerda y Rodrigo Vergara.

economistas<sup>1</sup> de la Reserva Federal de los EE.UU., con el propósito de explicar la inflación en las economías de la OECD, desarrolla numerosos ejercicios de regresión conducentes a elaborar una teoría explicativa del comportamiento de dicha variable en el pasado reciente. Sin embargo, llama la atención el hecho de que en ninguno de éstos se introduce algún indicador de cantidad de dinero. De hecho, esa posibilidad teórica –de un vínculo entre dinero e inflación– ni siquiera se menciona en el documento.

Resulta evidente, entonces, que la visión que hoy predomina entre los economistas en el análisis de la política monetaria y sus efectos, es diferente a la que existió algún tiempo atrás. En la actualidad, pareciera que la opinión predominante es que la teoría monetarista se encuentra obsoleta, por lo que corresponde elaborar un nuevo marco de análisis de los fenómenos monetarios. En este contexto han aparecido numerosas contribuciones, dentro de lo que se ha denominado como la “nueva síntesis keynesiana”, donde destacan – a mi juicio- los trabajos de Clarida, Gali y Gertler (1999) y el de Woodford (2002).

## 2. ¿QUÉ ES EL MONETARISMO?

Desde luego, una apreciación rigurosa de la afirmación anterior, esto es, del colapso de la teoría monetarista, requiere una identificación más precisa de cuáles son los postulados básicos de dicha teoría, lo que podría dar origen a un análisis exhaustivo de las diversas expresiones de “monetarismo” que existen en la literatura. Sin embargo, esa tarea excede los objetivos de este artículo. Además, la discusión de las particularidades de las diferentes “formas de monetarismo” puede oscurecer, y no aclarar, el análisis de la pregunta de fondo. Por este motivo, y a riesgo de incurrir en una simplificación excesiva, sintetizaremos el “planteamiento monetarista” en las siguientes proposiciones:

1. La inflación es un fenómeno monetario. Luego, en el largo plazo debería encontrarse una correlación muy estrecha entre el crecimiento del dinero y la inflación.
2. No es posible conquistar un mejor desempeño real de la economía en el largo plazo, a través de la aplicación de un manejo monetario expansivo.
3. Cambios importantes en las condiciones de liquidez existentes en la economía pueden dar origen a fluctuaciones significativas en la actividad y el empleo. Un ejemplo elocuente de ello fue la “Gran Depresión” de los años treinta.

A los planteamientos anteriores debe añadirse una proposición que ha estado presente por muchos años- en diferentes formas- dentro del enfoque monetarista. Esta se refiere al hecho de que la forma en que un *shock* monetario afecte a la economía en el corto plazo es variable, puesto que depende de la historia de la economía en cuestión, y de cómo el público visualiza la gestión

<sup>1</sup> J.Ihrig y J.Marquez (2003).

futura de las autoridades monetarias<sup>2</sup>. Ello, en términos de su mayor o menor grado de adhesión al cumplimiento de ciertos objetivos de estabilidad de precios.

### 3. EVIDENCIA

Si la vigencia de la teoría monetarista se evalúa sobre la base de los planteamientos mencionados, parece evidente que la investigación empírica disponible tiende a apoyar ésta. Así por ejemplo, los trabajos de Lucas (1980) y de McCandless y Weber (1995), encuentran una estrecha correlación entre dinero e inflación en el largo plazo. Paralelamente, la evidencia muestra una relación nula, o negativa<sup>3</sup>, entre inflación y crecimiento.

A estas investigaciones, que utilizan el instrumental econométrico, se añaden aquellas que hacen uso del “método narrativo”, consistente en estudiar episodios en los que es posible identificar un *shock* de política monetaria, para establecer los efectos del mismo. Este método, popularizado por Friedman y Schwartz (1963), ha sido utilizado también en las investigaciones de Romer y Romer (1989). A través de los estudios mencionados se encuentra evidencia favorable a la teoría monetarista, en tanto éstos destacan el protagonismo de los movimientos del dinero en la explicación de las fluctuaciones del ingreso nominal.

En lo que se refiere a los efectos reales que puede provocar en el corto plazo un cambio en las condiciones de liquidez imperantes, la discusión es ciertamente mayor que en lo que dice relación con los efectos de largo plazo de esta política. Sin embargo, episodios como la “Gran Depresión” de los años treinta han pasado a constituirse en un ejemplo elocuente de la validez de dicho planteamiento.

Parece incuestionable que como resultado de las investigaciones desarrolladas por Friedman y Schwartz, la profesión ha reconocido, mayoritariamente, la presencia de un manejo monetario inadecuado en los Estados Unidos e Inglaterra, durante el episodio mencionado, como determinante básico del mismo<sup>4</sup>. En particular, en lo que dice con la profundidad y extensión que alcanzó éste.

No parece aventurado sostener que un ejemplo elocuente de la influencia de los planteamientos monetaristas –en especial de la interpretación dada por Friedman y Schwartz a la “Gran Depresión”– se encuentra en numerosos episodios recientes, como el “*crash* bursátil” de octubre de 1987 en los EE.UU. y otras economías industrializadas, cuando la Reserva Federal reaccionó ágilmente inyectando una fuerte dosis de liquidez al sistema financiero. Ello, de modo de impedir un quiebre en la cadena de pagos y el suministro de crédito a la economía.

<sup>2</sup> Esta noción se asocia con el clásico planteamiento de Milton Friedman de que “la política monetaria opera con largos y variables rezagos”.

<sup>3</sup> Este planteamiento ha sido sostenido por Barro (1996), en el contexto de un estudio empírico de los determinantes del crecimiento.

<sup>4</sup> En particular, véase Bernanke (2002).

En esta perspectiva, es difícil sostener que la teoría monetarista ha sido superada por desarrollos posteriores, por cuanto sus planteamientos básicos parecen estar plenamente insertos dentro del “core” de la teoría monetaria moderna. Así, la principal fuente de controversias dice relación con el comportamiento de la demanda de dinero en el corto plazo. Cabe recordar, que mientras Henry Simons (1936) –una de las figuras más emblemáticas de la “Escuela de Chicago”– sostenía que la demanda por aquellos pasivos financieros habitualmente denominados como “dinero” no sería estable, en tanto no se rompiera el “puente” entre el mercado del dinero y el mercado del crédito, Milton Friedman (1967) sostenía lo contrario<sup>5</sup>.

#### 4. EL PROBLEMA DEL CORTO PLAZO

A partir de los años 70s, se ha desarrollado una serie de importantes investigaciones conducentes a establecer los determinantes del plazo de ajuste de la economía frente a una innovación monetaria, lo que implica investigar las características de la curva de oferta agregada de bienes y servicios en el corto plazo. Una conclusión que en diferentes formas emerge de estas investigaciones, se refiere a la importancia de las expectativas del público respecto al curso futuro de la política monetaria, como determinante básico de los efectos que ésta provoque en la economía. Así, cabe esperar una respuesta diferente de la economía frente a un determinado “estímulo monetario”, dependiendo de si éste es visualizado como “transitorio”, respecto al caso en que se percibe como “permanente”. En un caso no se producirán ajustes mayores en el plan de consumo o de ahorro, mientras que en el otro estos pueden producirse.

Consecuentemente, no es extraño encontrar una baja asociación entre cambios en el dinero e inflación en períodos cortos, en particular, si esta mayor expansión monetaria no ha afectado la credibilidad en la vocación anti-inflacionaria de quienes conducen la política monetaria.

En la perspectiva de la teoría cuantitativa del dinero, una respuesta del público a los estímulos monetarios que no es constante, sino que depende del entorno en el cual ésta se produce, arrojará un comportamiento inestable de la velocidad de circulación en el corto plazo.

Este resultado no hace más que confirmar el desconocimiento que aun prevalece en la profesión respecto a la forma en que la política monetaria afecta en la economía en el corto plazo. Por otro lado, esta variabilidad en la relación de corto plazo entre dinero e ingreso nominal no es sino que otra forma de decir que la demanda de dinero es una función inestable en el corto plazo, lo que es coherente con los desarrollos que surgen de la aplicación de la “hipótesis de expectativas racionales”.

<sup>5</sup> En Patinkin (1981) se describe como la discusión del comportamiento de la demanda de dinero fue un tema controvertido al interior de la “escuela de Chicago”.

No obstante, de lo anterior no se infiere que los movimientos del dinero no contengan información respecto a la trayectoria futura del ingreso nominal, puesto que: la evidencia confirma la estrecha asociación entre cambios en el dinero e inflación; y que la velocidad a la que reaccionen la demanda interna y los precios frente a un cierto *shock* monetario, dependerá críticamente de cómo el público interprete éste.

## 5. DINERO, TASAS DE INTERÉS Y METAS DE INFLACIÓN

Durante los últimos años se ha popularizado un esquema de política monetaria que utiliza la TPM como principal instrumento e indicador de ésta, junto con el establecimiento de un cierto objetivo inflacionario de mediano plazo. Al menos explícitamente, el dinero no aparece jugando un papel importante dentro de este esquema.

Sería largo discutir las implicancias y funcionamiento de este “esquema de metas inflacionarias”<sup>6</sup>. Sin embargo, parece oportuno señalar que en este contexto, es esperable que los movimientos del dinero de corto plazo tendrán un menor poder predictivo de la inflación. Ello, como consecuencia del hecho que la misma labor de estabilización de las tasas de interés que realiza la política monetaria, provocará una mayor volatilidad de los agregados monetarios. Luego, el mismo coeficiente de “extracción de señales” que surge de la aplicación de la hipótesis de expectativas racionales a la proyección de la trayectoria de los precios, arrojará una relación más débil —en el corto plazo— entre dinero e inflación, no obstante la solidez del vínculo de largo plazo entre ambas variables.

Por las mismas características de la regla monetaria existente en este caso, cabría esperar una respuesta algo más lenta de los agentes económicos frente a tasas de crecimiento del dinero más elevadas.

En uno de los artículos “clásicos” de economía monetaria de las últimas décadas, Barro y Gordon (1983) muestran cómo la relación entre dinero e inflación depende críticamente del tipo de relación existente entre las autoridades del banco central y el público. Así, de dicho artículo se desprende que en economías donde la autoridad monetaria ha conquistado una reputación de adversa a la inflación, la respuesta de la economía frente a un manejo monetario expansivo será más lenta que en el caso en que este “bono de credibilidad” no está presente.

Esta consideración es particularmente importante en un contexto en el cual las “metas inflacionarias” de la autoridad son creíbles al público, lo que le otorga a la política monetaria el espacio para intentar algún tipo de políticas de estabilización del producto u otra variable real. Sin embargo, una vez que la perseverancia de la autoridad en políticas expansivas lleva a que se dilapide el “bono de credibilidad”, se pasa a otro estado del “juego” entre el banco central y el público, donde la inflación es más alta y el espacio para implementar políticas de estabilización es menor.

<sup>6</sup> Al respecto véase, Rosende (2002).

Como se muestra en Sargent (1999), este proceso de aprendizaje respecto a las nuevas condiciones del juego puede ser lento, como también lo es el regreso al escenario inicial.

## 6. EL TEMA DE LAS “BRECHAS”

Un aspecto que destaca dentro de los desarrollos que se han producido en los últimos años en el contexto de la “nueva síntesis keynesiana” (NSK), es el papel protagónico que estos modelos otorgan a la “brecha de producto” como determinante de la inflación. Así, este enfoque puede describirse a través de las ecuaciones (1) y (2), donde en la primera se indica que el componente cíclico del producto ( $y_t$ ) depende de la tasa de interés real ( $i_t - E_t \pi_{t+1}$ ); de la expectativa del público respecto a la trayectoria futura del producto ( $E_t y_{t+1}$ ); de la presión de gasto fiscal ( $g$ ) y de un cierto *shock* aleatorio ( $\varepsilon_t$ ).

Por otro lado, la ecuación (2) indica que la inflación se relaciona positivamente con la “brecha de producto” ( $y$ ), las expectativas de inflación futura del público ( $E_t \pi_{t+1}$ ) y; un cierto *shock* aleatorio ( $\varepsilon_t$ ).

$$(1) \quad y_t = -\eta(i_t - E_t \pi_{t+1}) + E_t y_{t+1} + g_t - \varepsilon_t$$

$$(2) \quad \pi_t = \lambda y_t + \beta E_t \pi_{t+1} + \varepsilon_t$$

Una vertiente alternativa – también el contexto de la NSK- es la desarrollada por Woodford (2002), quién elabora lo que denomina como una “teoría neowickselliana” de la inflación. De acuerdo con ésta, la “brecha” entre la tasa de interés real que establece la política monetaria y la “tasa natural de interés”, determinará la inflación.

Aun cuando cada una de estas teorías podría dar origen a un análisis profundo de sus implicancias, una pregunta previa es si realmente constituyen una teoría alternativa a la tradicional teoría cuantitativa. De hecho es posible argumentar que ecuaciones como la (2), no son más que expresiones alternativas a la bien conocida curva de oferta agregada propuesta por Lucas (1973) – que se indica en (3)- y que se desprende de la “hipótesis de la tasa natural” planteada por Friedman y Phelps. De hecho, arreglando términos de (3) y reconociendo la existencia de información incompleta y costos de ajustes, se obtiene una expresión equivalente a (2).

$$(3) \quad y_t = \sigma [\pi_t - E_{t-1} \pi_t] + \lambda y_{t-1} - \varepsilon_t$$

Algo similar ocurre con la hipótesis de las “brechas de tasas de interés” elaborado por Woodford. Más aun, el propio Woodford señala que la estabilidad

del nivel general de precios atraviesa por: “ *the provision of a well-managed unit of account –one in terms of which the equilibrium prices of many goods and services will be relatively stable– clearly facilitates economic life*”<sup>7</sup>. No parece aventurado sostener que el planteamiento de Woodford coincide plenamente con la posición monetarista, en cuanto a que la oferta de algún agregado monetario relevante –que dado dicha propiedad sirve de unidad de cuenta– determina el nivel de precios.

En lo que se refiere al papel de las brechas sobre la tasa de inflación, relación que se ha visto apoyada por diversos estudios econométricos, es importante recordar que una propiedad de consistencia de los modelos económicos exige que los desequilibrios que se produzcan en un mercado deben tener su contrapartida en otro mercado. Así, no es sorprendente que se detecte una relación estadística entre alguna “brecha” –de producto, tasa de interés, empleo, precios de activos, etc.– y la inflación. Sin embargo, de aquí no se infiere que sean los desequilibrios mencionados la causa última de la inflación, entendida esta como un proceso sostenido de crecimiento del nivel general de precios. De hecho, la aceptación de que las innovaciones monetarias provocan efectos reales de corto plazo, se manifestará en la perturbación del equilibrio de éstas en el corto plazo. El mercado hacia el cual se vuelque el desequilibrio monetario dependerá de las características de la economía en cuestión<sup>8</sup>. Sin embargo, la constatación de que alguna variable como la tasa real de interés o el nivel de producto se desviaron de su nivel de equilibrio, por sí solo no dice nada respecto a cual es la causa última de otros movimientos que pudieran producirse – como la inflación- a partir de estos desequilibrios. Ello no obstante se encuentre una sólida correlación entre la brecha en cuestión y la tasa de crecimiento del nivel general de precios.

Por el contrario, en el largo plazo, cuando los desequilibrios han sido resueltos, resulta más nítida la relación entre dinero y precios, tal como indica la evidencia.

## 7. CONCLUSIÓN

Es indiscutible que durante la última década se ha producido un progresivo proceso de pérdida de interés, por parte de los banqueros centrales y académicos especializados en temas monetarios, por seguir los movimientos del dinero. Así, la popularización de reglas de política monetaria del tipo propuesto por Taylor (1993), ha dejado atrás la estimación de funciones de demanda por dinero y la evaluación del equilibrio en el mercado monetario. Ello, contrariamente a lo recomendado por el propio Taylor (1993) y (2002), quien visualiza las mencionadas reglas de tasas de interés como una herramienta útil para el manejo moneta-

<sup>7</sup> Woodford (2002). *op. cit.* p.44.

<sup>8</sup> Desde un punto de vista conceptual, los mercados hacia los cuales se dirigirá el exceso de oferta de dinero dependerán –en gran medida– de cuales bienes e instrumentos financieros sean considerados por el público como sustitutos del dinero.

rio de corto plazo, en un contexto donde se reconoce el carácter monetario de la inflación.

Este proceso de desinterés por el papel del dinero no es nuevo en la profesión. De hecho en las décadas de los 50s y 60s se observó algo similar, cuando predominaba la noción de que existía una “curva de Phillips” estable. Sin embargo, a partir de comienzos de los 70s, tras la comprobación de que existían presiones inflacionarias de cierta importancia en las economías industrializadas, se recuperó la popularidad en la teoría cuantitativa como marco de referencia para estudiar la inflación, al tiempo que se implementaron programas de estabilización cuyo ingrediente esencial era una moderación en el ritmo de crecimiento del dinero.

Muchos de los desarrollos recientes en el campo de la macroeconomía, representan un esfuerzo de alcanzar una elaboración más precisa y sistemática de la forma en que la política monetaria afecta el equilibrio de corto plazo. Sin embargo, estas no necesariamente representan un enfoque contradictorio con el “monetarismo”<sup>9</sup>, en tanto estos desarrollos tienen por finalidad la elaboración de un cierto marco para la administración de la política monetaria en el corto plazo, considerando que: i) de alguna forma la política monetaria deberá reaccionar a los cambios que observen los principales agregados macroeconómicos, y; ii) que la relación entre dinero e inflación puede diluirse en el corto plazo. No obstante, es necesaria una lectura cuidadosa de estos modelos, los que en algunos casos carecen de una fundamentación teórica sólida, puesto que más que teorías de la inflación o el producto real, estas representan ecuaciones reducidas de planteamientos más generales, los que también se encuentran sujetos a controversias. Por otro lado, la consideración de ecuaciones como la (1) y (2) como teorías alternativas del producto y la inflación, requiere de un trabajo más amplio de evaluación empírica y desarrollo teórico, para que sea posible sentenciar el “fin del monetarismo”.

#### REFERENCIAS

- Alvarez F., R.E.Lucas Jr. y W.E.Weber (2001), “Interest Rates and Inflation”, *American Economic Review*, (Papers and Proceedings) 91, 219-225.
- Barro R.J. (1996), “Determinants of Economic Growth: A Cross-Country Empirical Study,” *NBER Working Paper* 5698, August.
- Barro R. J. y D.B.Gordon (1983), “Rules, Discretion, and Reputation in a Model of Monetary Policy.” *Journal of Monetary Economics*, 12, 101-121.
- Bernanke B. S. (2002), “On Milton Friedman’s Ninetieth Birthday”, Remarks Delivered at the Conference in Honor of Milton Friedman, University of Chicago, November.

<sup>9</sup> Esta posición es planteada por Taylor (2002).

- Clarida R., J.Gali y M.Gertler (1999), "The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective", *NBER Working Paper* 7147, may.
- Friedman M. (1963), *Inflation: Causes and Consequences*. Asia Publishing House.
- Friedman M. (1967), "The Monetary Theory and Policy of Henry Simons", *Journal of Law and Economics*, vol.10, October. Reimpreso en su *The Optimun Quantity of Money and Other Essays*.
- Friedman M. (1969), "The Optimun Quantity of Money" en su *The Optimun Quantity of Money and Other Essays*, Aldine Publishing Company, New York.
- Friedman M. (1970), "A Theoretical Framework for Monetary Analysis" en R.Gordon (Ed.) *Milton Friedman's Monetary Framework: A Debate with His Critics*, The University of Chicago Press.
- Friedman M. y A.J.Schwartz (1963). *A Monetary History of the United States, 1867-1960*. Princeton University Press.
- Golosov M. y R.E. Lucas Jr. (2003), "Menu Costs and Phillips Curves", mimeo University of Chicago, May.
- Ihrig J. y J. Marquez (2003), "An Empirical Análisis of Inflation in OECD Countries", *International Finance Discussion Papers*, N° 765, May.
- Lucas R. Jr.(1973), "Some International Evidence on Output-Inflation Tradeoffs.", *American Economic Review*, 63, 326-334.
- Lucas R. Jr (1980), "Two Illustrations of the Quantity Theory of Money," *American Economic Review* 70, 1005-1014.
- Lucas R. Jr (1996), "Nobel Lecture: Monetary Neutrality." *Journal of Political Economy*, 104, 661-682.
- McCallum B.T. (1999), "Issues in the Design of Monetary Policy Rules," en *Handbook of Macroeconomics*, Volume 1C (Eds.) John B.Taylor y M.Woodford
- McCandless G.T. Jr. y W.E.Weber (1995), "Some Monetary Facts.", Federal Reserve Bank of Minneapolis, *Quarterly Review*, 19, 2-11.
- Patinkin D. (1981), *Essays on and in the Chicago Tradition*, Durham, Duke University Press.
- Romer C.D. y D.H.Romer (1989), "Does Monetary Policy Matter?. A New Test in the Spirit of Friedman and Schwartz," *NBER Macroeconomics Annual*.
- Rosende R. (2002), "La Nueva Síntesis Keynesiana: Análisis e Implicancias de Política Monetaria", *Cuadernos de Economía* 117, 203-234.
- Sargent T.J. (1986), "Stopping Moderate Inflation: The Methods of Poincaré and Thatcher" en su *Rational Expectations and Inflation*, Harper&Row.
- Sargent T.J. (1999), *The Conquest of American Inflation*,
- Simons H. (1936) "Rules versus Authorities in Monetary Policy", *Journal of Political Economy*, XLIV, 1-30.
- Svensson L.E.O. (1999), "Inflation targeting as a monetary policy rule," *Journal of Monetary Economics* 43, 607-654.
- Taylor J. (1993), "Discretion versus Policy Rules in Practice," *Carnegie- Rochester Series on Public Policy* 39, 195-214.
- Taylor J. (2002), "A Half Century of Changes in Monetary Policy," Remarks Delivered at the Conference in Honor of Milton Friedman, University of Chicago, November.
- Woodford M. (2001), "The Taylor Rule and Optimal Monetary Policy", *American Economic Review, Papers and Proceedings*; 232-237.
- Woodford M. (2002), "Interest and Prices", mimeo, Princeton University, Preliminary.