

INFLACIÓN Y POLÍTICA MONETARIA EN EU, 1960-1998

Guillermo Maya Muñoz*

Resumen

En este artículo, trato de mostrar la experiencia de Estados Unidos en la política monetaria y el control de la inflación entre 1960 y 1998. Esta ha sido una buena experiencia, pero también un terreno fértil para el debate y la disensión. Los keynesianos, los monetaristas y los nuevo clásicos difieren en sus puntos de vista, cuando tratan de dar cuenta de esa experiencia, y sus narrativas económicas son prueba de ello.

Abstract

In this article, I try to show the American experience in monetary policy and inflation control between 1960 and 1998. It has been a very good experience, because, it has been a fertile terrain for debate and dissension. Keynesian, monetarists and new classical differ in their point of view in trying to take account of that experience. So, theirs differing economics narrative are proof for that.

* Profesor de economía, Universidad Nacional de Colombia Sede de Medellín.

En este ensayo se narra la experiencia norteamericana a partir de 1960 con la política monetaria y la inflación desde la perspectiva keynesiana, monetarista y nuevo clásica, hasta llegar al proceso desinflacionario del presente. Este ensayo pone de presente dos conceptos diferentes de independencia de la banca central. Por un lado, los keynesianos creen que una banca central independiente es aquella que tiene libertad de acción, ante los hechos imprevistos, es decir, discrecionalidad. Por otro lado, tanto los monetaristas como los nuevo clásicos, piensan que la independencia tiene que ver, tanto con la independencia frente al gobierno como con el respeto, por parte del banco, frente a la regla monetaria, que le es impuesta al código del banco, para conducir la política. La Reserva Federal, a pesar de su corto período monetarista, 1979-1982, logra resguardar su discrecionalidad, no sólo buscando la estabilidad de precios, sino

también el máximo empleo, sin compromisos con los agregados monetarios. Esto es lo que ha permitido la mayor expansión, después de la postguerra, de la economía norteamericana, en toda la década del 90 y primeros dos trimestres del 2000.

El elevado gasto fiscal que trajo consigo la guerra de Estados Unidos en Vietnam en la segunda parte de los años sesenta y los primeros años del setenta, aunado a los choques del petróleo en 1973 y los choques de alimentos en los ochenta, produjo una inflación acelerada hasta los años ochenta, a partir de los cuales la inflación empezó a ceder, generando así un período desinflacionario. Entre 1961 y 1980, la inflación se incrementó a niveles más altos en cada ciclo de negocios, promediando 5.6% anual. La desviación estándar fue de 4.5% sobre la tasa de inflación anual. Esta cayó siempre durante y después

de las recesiones pero nunca a niveles previos más bajos. Después de 1980, la tasa de inflación cayó rápidamente, de más de 14%, a comienzos de 1980, a menos de 4% en 1983. Entre Enero de 1983 y Diciembre de 1990, la tasa de inflación promedió 4.1%, y la desviación estándar cayó casi a la mitad, a 2.6%. Desde 1991, la inflación ha sido extremadamente estable alrededor del 3%, y la desviación estándar disminuyó a 1.3%¹. ¿Cómo se logró este proceso?. Hay tres narraciones de la historia: La keynesiana, la monetarista, y la neoclásica.

La historia keynesiana

El banco central de los Estados Unidos, La Reserva Federal (de ahora en adelante Fed), es una organización cuasi-no-gubernamental, que divide el poder entre sus miembros, el gobierno federal y los bancos privados, es la encargada, a través de un

comité de dirección, con sustancial autonomía, de "controlar la oferta monetaria de EU, la llamada base monetaria, la suma total de la moneda en circulación en manos del público y las reservas legales de los bancos. Usando los retiros o las inyecciones de dinero en la economía la Fed tiene una inmensa influencia en la economía norteamericana. La Fed puede aumentar la cantidad de dinero en la economía, principalmente comprando papeles de deuda pública del gobierno de EU a los bancos comerciales. Las reservas de estos bancos se incrementan por encima de las reservas legales requeridas. Entonces, prestan dinero a crédito, bajando las tasas de interés, los préstamos regresan como depósitos a los bancos, que se vuelven a dar en créditos y así sucesivamente. El resultado es que la inyección de dinero de gran poder o base monetaria tiene un efecto multiplicador, expandiéndose con el crédito a través

de la economía. El incremento del crédito, y la caída en las tasas de interés, estimulan la economía a través de una multitud de canales: las viviendas se incrementan, el dólar cae, estimulando las exportaciones, la inversión de los negocios se incrementa, el crédito de consumo se hace fácil. Al contrario, cuando la Fed retira dinero de la economía, el proceso se reversa: El crédito se contrae, y la economía como un todo se restringe².

Lo que es importante acerca de la Fed es su capacidad de controlar la economía. Otra clase de política con frecuencia toma tiempo e incluso hay que hacer cambios en la legislación, como sucede con una reforma tributaria, e incluso los trabajos públicos toman años en realizarse. En cambio, la Fed puede sacar una economía de la recesión, con la política correcta, o empujarla en un auge inflacionario, puede enfriar una economía sobrecalen-

tada, o si se equivoca, puede crear una recesión. Todo esto con una orden al mercado abierto de New York de vender o de comprar por parte del FOMC (Federal Open Market Committee). La Fed no sólo tiene el objetivo de la estabilidad de precios, como los bancos centrales más conservadores, sino que también busca "el máximo empleo y tasas de interés estables"³.

¿Cómo ha usado la Fed este poder? Lo ha hecho con discreción, tratando de hacerlo mejor sin objetivos o guías específicos. En plena guerra de Vietnam, en la segunda mitad de los sesenta, el presidente Lindon Johnson, cuando trataba de tener tanto cañones como mantequilla, la Fed fracaso en su trabajo. En vez de controlar a la oferta monetaria para que no se sobrecalentara la economía, la Fed trató de mantener las tasas de interés bajas. El resultado fue la aceleración de la inflación. En el gobierno de

Nixon, la Fed tratando de hacer bajar la inflación empeoró la situación: permitió una rápida expansión de la economía, el resultado fue la peor inflación que EU había visto desde la Guerra Civil.

En el 79 cuando la inflación se aceleró de nuevo, la credibilidad de la Fed se había deteriorado, hasta el punto en que los oponentes a la independencia de la Fed habían adquirido considerable cachet. Friedman, en particular, había estado argumentando que la Fed debería seguir una regla de expansión monetaria, una especie de piloto automático monetario, que limitara la discrecionalidad de la Fed. Otros, como Robert Mundell, argumentaban, que incluso la regla de Friedman no era lo suficientemente fuerte, y que se debería volver al patrón oro de nuevo. Se trataba de eliminar la independencia de la Fed para conducir la política monetaria y restringir sus funciones a estrechas

cuestiones técnicas. La idea que animaba estos cambios era que si el compromiso de las autoridades monetarias para no acomodar la inflación pudiese ser hecha creíble ante el público, la inflación podría ser curada pronto y sin muchos dolores. En el 79, con una inflación de dos dígitos le fue muy difícil a la Fed convencer al público de que era competente para conducir la política en la línea en que la había conducido. En octubre 6 de 1979, Paul Volcker el presidente de la Fed hizo un anuncio dramático: de ahora en adelante los agregados monetarios serían su objetivo de política, y no la tasa de fondos federales de la Fed. Parecía que Friedman había ganado. Para Krugman la estrategia de la Fed era la del judo, utilizar la fuerza del oponente para ganar. A los tres años del anuncio inicial, proclamó de nuevo que estaba abandonando los agregados monetarios como objetivos de política.

Esta historia de Krugman (1994), en los párrafos anteriores, es coherente con la de Blinder (1998): El matrimonio de la Fed con el monetarismo fue más de conveniencia que un enamoramiento. La retórica monetarista proveyó a la Fed políticamente con un escudo de fuego, cuando elevó las tasas de interés hasta niveles de vértigo, haciéndose así inmune a las críticas monetaristas. La Fed comenzó un alejamiento gradual de los objetivos de agregados monetarios en 1982. El objetivo de la banda de crecimiento para M1 fue abandonado en 1987, pero se mantuvieron los de M3 y especialmente M2, que retuvieron algún papel subsidiario hasta 1992 al menos putativamente. Finalmente, en 1993, Alan Greenspan, el actual Presidente de la Fed, anunció que la Fed "le estaba dando menos peso a los agregados monetarios como guías de política". Esto fue recibido con bostezos en la academia y en los círculos

financieros, donde esto ya eran viejas noticias.

La Fed bajo la dirección de Paul Volcker estaba dispuesto a ganar la batalla contra la inflación. La única manera era provocar una recesión profunda, apuntándole a los agregados monetarios. Ya para el verano de 1982 la inflación estaba cediendo, pero la recesión parecía fuera de control: "Volcker triunfo sobre la inflación pero al costo de la peor recesión en Estados Unidos, desde la postguerra"⁴. Como resultado la Fed abandonó los agregados monetarios como objetivo y retorno a una política activa, discrecional, usando el ajuste fino (fine-tuning), elevando la tasa de fondos federales cuando había temores inflacionarios y disminuyendo la tasa de fondos federales cuando la recuperación parecía languidecer.

La independencia de largo plazo de la Fed se fortaleció. La limitada victoria sobre la inflación restau-

ró la confianza en la Fed para luchar contra la inflación y en la política monetaria. Los dolores fueron en la primera parte de la administración de Reagan, la recuperación en la segunda parte de su administración, que continuó en el gobierno de Busch, hasta la recesión de 1991-92 y que finalmente propició la victoria electoral de W. Clinton sobre Busch, quien supuso que había perdido la presidencia en 1992 por culpa de la Fed⁵. Sin embargo, a pesar de este tropiezo, la estabilidad de precios desde entonces, acompañada con bajos niveles de desempleo y alto crecimiento, han constituido la edad dorada de la Fed.

Sin embargo, la credibilidad de la Fed en su lucha contra la inflación no permaneció intacta en los primeros años del 90. Una serie de errores de la Fed colocó la economía de EU en una recesión. Estos hechos no sólo eran perjudiciales para la economía, sino que también ponían en

peligro la autonomía de la Fed. El problema fue que algunos miembros del staff de la Fed, y muchos otros economistas creían que las bajas tasas de desempleo estaban por debajo del NAIRU, y se dispusieron a contemplar un incremento en la tasa de desempleo. Esta actitud fue la que impidió, quizás, que la Fed reaccionara rápido en tanto se iba haciendo claro que la recesión que se desarrollaba era de cuidado. La economía no reaccionaba a los cortes en las tasas de interés, que no estimulaban la economía. Estos tanteos de la Fed ponían de nuevo en peligro su independencia, ahora desde la izquierda, que lo acusaba de que no hacía lo suficiente para luchar contra el desempleo, y se preocupaba de que la restricción monetaria minaría la recuperación de la economía. Sin embargo, ahora después de la recesión de 1991-92, el récord de la Fed no podría ser mejor, bajos precios con bajas tasas de desempleo y crecimiento económico sostenido.

Los hechos de la vida real y no la teoría decidieron el debate sobre los objetivos intermedios, agregados monetarios o tasas de interés. Las inestabilidades furiosas de la LM, en Estados Unidos, Gran Bretaña y otros países, en los setenta, llevaron a los economistas y a los formuladores de política a concluir que el objetivo de los agregados monetarios no era una opción viable. En resumen: no existe una relación estadística fuerte entre el PIB nominal y ninguna de las tres definiciones de M o cualquier muestra que incluya los años noventa⁶. Debido a estos hechos tan claros, el objetivo de la tasa de interés gana por deficiencia en EU y en todas partes. La conclusión teórica de Poole (1970) es que debido a la inestabilidad de la LM, los bancos centrales preferirían tener como objetivo la tasa de interés. En la práctica, la LM se hizo extremadamente inestable, y el resultado fue que los bancos centrales, uno después del

otro, terminaron abandonando los agregados monetarios como objetivo. En este sentido, Balke y Emery (1994) señalan, por su lado, que la tasa de fondos federales se ha hecho más importante que el M2 en explicar el comportamiento de la inflación y el desempleo en el período post 1982⁷.

Blinder (1998) propone el concepto de tasa de interés neutral, para relatar los hechos de 1991-92, "una política "neutral" monetaria es consistente con una inflación constante en el mediano plazo. Cualesquier tasa de interés más alta constituye una política de moneda restringida e implica eventualmente una caída en la inflación; y cualesquier tasa real más baja significa moneda fácil y eventualmente señala una subida en la inflación". Hay que tener en cuenta que la tasa neutral es más un concepto que un número. Ahora consideremos la política monetaria de la Fed desde la recesión de 1991-

92. Gradualmente la Fed bajó la tasa de fondos federales al 3%, y la política monetaria fue muy estimulante. Con rezago la economía de EU respondió. Entonces, en Febrero de 1994, la Fed comenzó a mover la tasa de los fondos federales otra vez hacia la tasa neutral. La tasa nominal eventualmente se trepó al 6%, lo que significó un poco más de 3% en términos reales, en Febrero de 1995. Lo que constituye estar al lado apretado de la tasa neutral. La Fed mantuvo esa tasa hasta Julio del mismo año, cuando comenzó a desajustar, bajando en varios pasos la tasa al 5.25%, en el último día de Febrero del 96. Con la inflación en el rango de 2.5% y 3.0% eso significó una tasa real entre 2.25% y 2.75%, que era probablemente neutral o un poco en el lado apretado. El Presidente de la Fed Allan Greenspan anunció en Febrero del 97 que "la tasa de interés real de fondos federales (la tasa nominal de interés sobre los préstamos interbancarios menos

la tasa de inflación esperada) podría estar al nivel que promoverá un crecimiento continuado no inflacionario", aunque unos meses más tarde la elevó 25 puntos básicos (0.25%)⁸.

Esta tasa de interés neutral, en términos de mercado corresponde a la tasa de interés de los fondos federales. La lógica de la tasa de interés de los fondos federales es que los cambios en esta tasa son sistemáticamente relacionados con cambios en la inflación y el desempleo. Específicamente, la tasa de fondos federales se incrementa en respuesta a los incrementos no esperados de la inflación, y cae en respuesta a los incrementos no esperados en el desempleo. La tasa de fondos federales, de esta manera, reacciona contracíclicamente. Es decir, "leaning against the wind". El nivel de la tasa de fondos federales puede ser inmediatamente afectada a propósito por las OMAS de la Fed, con el fin de mantener la estabilidad de pre-

cios, de tal manera que el empleo se mantenga a un nivel máximo.

La historia monetarista

Para Friedman (1985) a pesar de la retórica monetarista en la política monetaria entre 1975-1985, la práctica de la política ha sido cualquier cosa menos monetarista⁹. En tanto la inflación se aceleró en los 70, era claro que el mayor culpable era el excesivo crecimiento monetario. Los banqueros centrales en todos los países comenzaron a usar una retórica monetarista para describir sus políticas, y en cada país se empezó a anunciar los objetivos de la política monetaria en términos de objetivos monetarios y del control de los agregados monetarios.

En EU, después de la expansión económica de 1961-1966, la reacción fue inflación. La tasa de crecimiento monetario casi se dobló después de 1960. El primer efecto fue el creci-

miento económico, pero después la inflación comenzó a ganar terreno, lo que provocó enseguida un corto período de restricción monetaria que llevó a la mini-recesión de 1966-67.

Este episodio fue el comienzo de una ola grande del crecimiento monetario, inflación y desempleo que dominaron los 60 y los 70. Cada incremento en el crecimiento monetario fue seguido de inflación, que llevaba a las autoridades a una reducción en la oferta monetaria que conducía luego a una recesión económica. La típica política del pare y siga. Sobre la ola grande se sobreponía una tendencia hacia arriba: cada pico monetario era seguido de un pico mas alto, y cada sima monetaria era seguida de una sima más elevada que la anterior; y cada pico inflacionario era seguido de un pico mas alto, y cada sima inflacionaria era seguida de una mayor. Esta situación llevó al Congreso de EU a solicitar a la Fed en 1975 a especificar metas u objeti-

vos para el crecimiento monetario. Sin embargo, la Fed que se había opuesto a la propuesta del congreso, fue exitoso en hacer perder sentido a la propuesta introduciendo una multiplicidad de agregados monetarios, especificando metas en términos de rangos de crecimiento en vez de objetivos en niveles de dólares y desplazando la base a la que se aplicaba la tasa de crecimiento cada trimestre.

En la práctica la Fed seguía apuntándole a las tasas de interés, específicamente la tasa de fondos federales y no a los agregados monetarios, y continuó ajustando sus objetivos de tasas de interés con despacio y veladamente sucumbiendo a las presiones cambiantes del mercado. El resultado fue que los agregados monetarios tendieron en promedio a subir excesivamente, contribuyendo a la inflación.

Hacia 1979 la tasa de inflación como la tasa de

interés alcanzaron los dos dígitos, y la corrida del dólar que había empezado en 1978, comenzó a acelerarse. El 6 de octubre, Volker anunció los cambios de la política monetaria "para apoyar el objetivo de contener el crecimiento de los agregados monetarios (...) poniendo mayor énfasis en la oferta de reservas bancarias y poniendo menos énfasis en las fluctuaciones de corto plazo de la tasa de fondos federales". Con este cambio se pretendía un crecimiento monetario menor y más sostenido al costo de unas tasas de interés de corto plazo más variables. Y Friedman es categórico "aunque el objetivo era excelente la ejecución no lo fue"¹⁰. Las tasas de interés y la actividad económica, después del anuncio, fluctuaron mucho más violentamente en el corto plazo que antes.

Ya para Julio de 1982 la Fed reversó lo que parecía ser el mayor cambio en sus procedimientos de operación, y volvió a la política

previa a 1979, de apuntarle a las tasas de interés. Y al ajuste retardado, afectando las tasas de interés, por presiones del mercado. El resultado fue la rendición sobre el control de los agregados monetarios. En los 11 meses siguientes, de julio de 1982 a junio de 1983 el M1 creció cercano al 14%. Este retorno a los procedimientos anteriores estuvo acompañado del retorno a la relación anterior entre crecimiento monetario, tasas de interés y actividad económica.

El mayor costo de la política monetaria seguida en los EU es el descrédito de la propia política monetarista. Como resultado, ahora estamos en la situación en que las autoridades están operando, de una manera puramente discrecional, sin estar sujetos a ningún estándar de responsabilidad significativa, de acuerdo a Friedman (1985).

La historia nuevo clásica

Para los nuevo clásicos

la inflación es producida por las autoridades monetarias, a través de la expansión monetaria, tratando de explotar la curva de Phillips de corto plazo, con sorpresas inflacionarias. Este punto de vista de que el gobierno produce la inflación, debido a su inconsistencia temporal (véase cuadro), explotando el dilema entre inflación y desempleo, más otros incentivos que inducen el sesgo inflacionario, como el incentivo de ingresos (señoraje), el incentivo para disminuir el peso de la deuda pública, los incentivos para mejorar las posibilidades de reelección del gobierno y/o partido (Caso Nixon por ejemplo), etc, "hubiera sido imposible de establecer en el ambiente intelectual de los 70"¹¹, cuando se esperaba, en el ambiente, político, popular, e intelectual, que el gobierno controlara la economía. En este sentido la inflación de los 70 representa el fracaso de un experimento de política económica activista, que

disfrutaba, de gran apoyo popular y profesional.

Este ambiente intelectual fue la herencia de la Gran Depresión para la política monetaria, que causó un

cambio institucional y político hacía un régimen monetario administrado, y que sus fundamentos todavía permanecen en pie todavía¹².

La inconsistencia temporal

¿Por qué los gobiernos generan inflación? Una de las respuestas es el problema de la inconsistencia temporal de la política. El punto de vista estratégico de la política, conduce a la interpretación de un juego, donde los jugadores son las autoridades que hacen la política monetaria y los agentes económicos privados. El problema de la credibilidad emerge aquí porque existe un incentivo para las autoridades en lograr una ventaja estratégica y buscar ganancias de corto plazo, abandonando las políticas previamente anunciadas. Este es el problema de la inconsistencia temporal, una política óptima al comienzo de un horizonte de tiempo no permanece óptima en una fecha posterior. Es decir, las autoridades monetarias estarían dispuestas a prometer una baja inflación (o cero inflación como en el modelo de reputación), pero realmente tratarán de sorprender al público con más inflación. Estas promesas no las cree la gente, porque ellos saben que hay incentivos para no cumplir las promesas. De esta manera las autoridades no ganan con este proceso, sino que por el contrario, pierden: la inflación realizada siempre es más alta que la esperada. Esto es el sesgo inflacionario. Entonces, el problema de la inconsistencia temporal descansa en el comportamiento hacia futuro de los agentes privados y en la incapacidad de las autoridades monetarias de comprometerse consigo mismas, de antemano, con las políticas anunciadas.

La base teórica de la idea de explotar la inflación para tener mas empleo encuentra su racionalización en la llamada Curva de Phillips. Fue W. Phillips (1958), **La relación entre el desempleo y la tasa de salarios en el Reino Unido 1961-1957**, que encontró una relación estadística entre la tasa de desempleo y la tasa de cambio de los salarios -en los años en

que el desempleo fue muy alto, los salarios habían caído, y viceversa- la que inspiró a los keynesianos a deducir una relación negativa de largo plazo, entre salarios y desempleo, como la idea original de Phillips estudiaba. De esta manera se introdujo la coherencia entre la determinación del producto y el empleo con el nivel de precios en la economía en el corto plazo. La curva de Phillips keynesiana implica que un nivel más bajo de desempleo se puede lograr al costo de una inflación más alta¹³. Lo anterior se puede formular en un modelo estático con información completa. Barro y Gordon (1983) caracterizan la política macroeconómica como un juego no cooperativo con dos agentes, Gobierno y Público, en el que el producto (PIB) está determinado por la curva de Phillips con la propiedad de la tasa natural¹⁴:

$$y = y_n + (i - i^e) \quad (1)$$

donde, y es tasa del PIB,¹⁵ y_n es la tasa natural del PIB, i es la tasa real de inflación, i^e es la tasa esperada de inflación. El gobierno prefiere el producto (ó el empleo) a la inflación, y esto puede ser formalizado, siguiendo (1), en su función de utilidad o de pagos de un solo período

$$U_g(i, i^e) = -1/2 a i^2 + b (y - y_n) = -1/2 a i^2 + b (i - i^e), \quad a, b > 0 \quad (2)$$

Por otro lado, el público se resiste a que el gobierno lo engañe, lo que se formaliza en la siguiente función de pagos

$$U_p(i, i^e) = -(i - i^e)^2 \quad (3)$$

El juego consiste en que el gobierno escoja i y el público escoja i^e , con los pagos dados en las ecuaciones (2) y (3). La solución Nash con ambos agentes eligiendo simultáneamente (o sucesivamente, sin que el uno sepa qué decisión tomó el otro) es la siguiente:

i) Para el gobierno, se fija i^e y se encuentra "su mejor respuesta",

$\frac{\partial U_g}{\partial i} = -a i + b = 0$; luego $i = b/aii$) Para el público se fija i , y se encuentra "su mejor respuesta":

$$\frac{\partial U_p}{\partial i^e} = -2(i - i^e) (-1) = 0; \text{ luego } i = i^e.$$

Así, $i = b/a$, e $i^e = b/a$, constituye el equilibrio de Nash del juego, que es la mejor respuesta de cada agente a las estrategias del otro jugador, en la medida en que ningún jugador va a querer desviarse unilateralmente de la estrategia Nash.

Si consideramos, para cada agente, solo las estrategias $i=0$, $i = b/a$ (gobierno) y $i^e=0$, $i^e=b/a$ (público), encontramos la siguiente bimatriz de pagos:

Público

Gobierno		$i=0$	$i^e=b/a$
	$i=0$	0,0	$-b^2/a, -b^2/a^2$
	$i=b/a$	$\frac{1}{2} b^2/a, -1/2b^2/a^2$	$-1/2b^2/a, 0$

Y si hacemos $a = b = 2$, tendremos una útil simplificación del modelo:

Público

Gobierno		$i^e=0$	$i^e= 1$
	$i=0$	0,0	-2,-1
	$i=1$	1,-1	-1,0

El equilibrio de Nash de este juego es, por supuesto, $i = i^e = 1$, que aquí es alcanzado en dos rondas de eliminación por estrategias dominantes: Para el gobierno, la estrategia $i = 1$ domina a $i = 0$; y dado esto, el público responde con $i = 1$. Lo interesante aquí es que este equilibrio es Pareto-inferior con respecto a la estrategia $i=i^e = 0$. En ambas estrategias el público obtiene el mismo pago (0), pero el gobierno recibe mayor pago en $i = i^e = 0$ (pago de 0) que en el equilibrio de Nash $i = i^e = 1$ (pago de -1). En otras palabras, este es un juego similar al "Dilema del prisionero" que es el ejemplo paradigmático de cómo el comportamiento basado sólo en incentivos individuales no necesariamente conduce a estados socialmente óptimos¹⁶. Esto quiere decir que "cuando el hacedor de políticas tiene una discreción sin restricciones (pre-commitment), siempre existe una oportunidad para engañar a los agentes privados con sorpresas inflacionarias"¹⁷.

Los cambios institucionales e ideológicos que trajo consigo la Gran Depresión, con el abandono del patrón oro, de acuerdo a Wheelock (1997), incluyen, entre otros, nuevas maneras de monetizar la deuda del gobierno Federal, el debilitamiento del sistema de aislamiento de la Reserva Federal respecto a la intromisión de la política, la nueva ideología de política económica que duda de la estabilidad de los mercados privados y prescribe el manejo económico de la demanda agregada por el gobierno¹⁸. Las medidas de política que permitieron esto fueron:

1. El Acta Glass-Steagall de 1932 que removi6 una importante restricci6n en la pol6tica monetaria discrecional y amplia la habilidad de la Fed para iniciar transacciones que monetizaban la deuda del gobierno, al permitir que las obligaciones de este sirvieran de colateral de los billetes de banco de la Fed.
2. La suspensi6n del patr6n oro en 1933.
3. La enmienda Thomas del ajuste agr6cola que, entre otras cosas, permit6a ajustar las reservas requeridas de los bancos comerciales.
4. El Acta de las reservas de oro que autorizaba la Presidente a fijar el precio del oro y estableci6a el fondo de estabilizaci6n de cambios del Tesoro. Y,
5. El Acta Bancaria de 1935 que de manera visible alter6 la estructura de la Fed y expandi6 su autoridad para ajustar las reservas requeridas

El Plan de Marriner Eccles, Presidente de la Fed nombrado por F.D. Roosevelt, fue largamente adoptado por el Acta Bancaria de 1935, d6ndole un control substancial al Comit6 de Gobernadores de la Fed sobre las operaciones de mercado abierto y las tasas de descuento de la Fed. La legislaci6n tambi6n increment6 la autoridad y la estatura de los oficiales de la Fed localizada en Washington y

designados por el Presidente. En resumen, con esta reforma, Eccles trataba que la política monetaria fuera hecha por profesionales cuya sola lealtad fuera con los intereses nacionales. Sin embargo, estos cambios incrementaron las presiones políticas sobre la Fed, al mismo tiempo que el establecimiento del fondo de estabilización y otras medidas incrementaron el poder del gobierno para conducir la política monetaria. De esta manera, estas reformas, incrementando las oportunidades de la Fed para monetizar el déficit fiscal y abriendo canales para la presión política, desplazaron el poder de la Fed hacia el Tesoro, y promovió el sesgo inflacionario en la política monetaria¹⁹.

Los puntos de vista de Arthur Burns como Presidente de la Fed, muestran de qué manera la herencia intelectual Keynesiana, originada en la Gran Depresión, determinaba el pensamiento de quienes eran

responsables de la política monetaria en los setenta. Decía: "Nuestro sistema (económico) es inherentemente inestable (...) la experiencia ha demostrado repetidamente que la confianza ciega en las propiedades auto-correctoras de nuestro sistema económico puede llevar a problemas serios (...) Políticas monetarias y fiscales flexibles, son casi siempre necesarias para controlar los desarrollos económicos indeseables. El problema principal práctico de nuestra generación es el mantenimiento del empleo - y debería haberlo sido por mucho tiempo - y esto se ha convertido en el principal problema de la teoría económica"²⁰.

Pero el sesgo inflacionario no estaba solamente en los hacedores de política, este se encontraba incorporado en la sociedad a la larga. En un discurso sobre la "Angustia de la banca central" (1979), Burns decía que, "una vez que se estableció que la

función principal del gobierno fue resolver los problemas y aliviar las asperezas - no sólo para la sociedad como un todo sino también para las industrias, las regiones, las ocupaciones o los grupos sociales en problemas- una gran cantidad creciente de problemas y dificultades se hicieron candidatos para la solución del gobierno. (...) El efecto acumulativo de los programas del gobierno (...) fue impartir un fuerte sesgo inflacionario a la economía americana (...) el logro de reformas sociales costosamente con frecuencia fueron de la mano con la búsqueda del pleno empleo (...) Esta ponderación de las escalas de la política del gobierno inevitablemente le dio un sabor inflacionario a la economía, lo mismo que el poder regulatorio creciente del gobierno. (...) Mi conclusión es que es ilusorio esperar que los bancos centrales pongan punto final a la inflación que ahora aflige las economías industriales, esto no significa que los bancos centrales no sean capaces de

acciones estabilizadoras; esto simplemente significa que su capacidad práctica para reprimir la inflación que es conducida por las fuerzas políticas es muy reducida"²¹.

Para el mismo Burns (1974) el proceso inflacionario de la mitad de los sesenta fue causado por la política fiscal expansiva, que peligrosamente estaba conduciendo el gobierno de L. Johnson, y que la política monetaria podría haber sido utilizada para contrarrestar esas políticas, pero sino se hubieran acomodado las expectativas inflacionarias, el problema hubiera sido peor. Exactamente él dice que "sin embargo, un esfuerzo para utilizar políticas duras de restricción monetaria para contrarrestar las fuerzas inflacionarias excepcionales de los años recientes hubiera causado serias dislocaciones y desorden financiero"²². El sesgo inflacionario sigue siendo el problema, "por muchos años, nuestra economía y la de otras naciones han

estado sujetas a un sesgo inflacionario fundamental (...) las raíces de este sesgo (...) descansa en las crecientes expectativas de la gente (...) los individuos y las firmas han venido dependiendo, en tiempos recientes, más y más de los gobiernos, y menos y menos en su propia iniciativa, para lograr los objetivos económicos. Para responder, a las insistentes demandas para el mejoramiento social y económico, los gobiernos con frecuencia han perdido control sobre sus presupuestos, y el gasto deficitario se ha convertido en la práctica habitual. El gasto deficitario (...) se ha convertido en la fuente de la inestabilidad económica"²³. Y recomendaba algo que parece muy contemporáneo, " Si el Congreso (...) procede a recortar el presupuesto (...) entonces la confianza de los hombres de negocios, y las cabezas de familia, de que la inflación sería puesta bajo control, sería grandemente ampliada, En este nuevo ambiente psicológico

los sindicatos no demandarían un incremento muy grande en sus salarios porque no estarían anticipando una tasa de inflación más alta. Y los hombres de negocios no estarían de acuerdo en otorgar incrementos salariales demasiado rápido"²⁴. Sin embargo, a pesar de las propias advertencias sobre los peligros del sesgo inflacionario, Burns (1973), seguía manteniendo el crecimiento económico como el objetivo central de la política: "No hay necesidad de ser temerosos de la prosperidad (...) el objetivo de nuestra política monetaria es, en primer lugar, mantener altos niveles de producción y de empleo y, en segundo lugar, no contribuir a las presiones inflacionarias"²⁵. Pero, Burns rechazaba la idea del trade-off entre inflación y desempleo, porque él creía que la inflación causaba alto desempleo. La inflación y la deflación eran una característica del comportamiento cíclico de la actividad económica. Cuando la

inflación fracasaba en disminuir en la recesión del 70, Burns le achacaba la inflación al ejercicio agresivo del poder monopólico de los sindicatos. De esta manera Burns, condujo la política monetaria bajo el supuesto de que el nivel de precios era un fenómeno no-monetario. El congreso, el Gobierno, la opinión pública, y la mayoría de la profesión de los economistas apoyaron esta política, el resultado fue la inflación.²⁶

En 1971, Nixon anunció su "New Economic Policy", en donde se abandonaba la convertibilidad del dólar en oro, y se implementaban controles de precios y salarios para combatir la inflación de manera temporal. Sin embargo, la primera medida se convirtió en permanente, y desde 1973 el dólar ha flotado libremente contra las otras monedas.

Aunque el patrón oro estaba en el corazón del acuerdo de Bretton Woods, este no imponía la misma

disciplina monetaria que el patrón oro de la pre-guerra. Bajo el sistema clásico, el mercado conducía los flujos de oro limitando así las presiones inflacionarias del crecimiento monetario y proveía estabilidad de precios. El acuerdo de Bretton Woods, un patrón oro manejado por los bancos centrales, permitía que bajo común acuerdo entre países, se mantuvieran déficits en la balanza de pagos, siempre y cuando la contraparte aceptara guardar su moneda (el dólar por ejemplo). El sistema colapsó cuando los otros países no quisieron mantener sus reservas en dólares, porque EU no se imponía restricciones monetarias a sí mismo, y no querían aceptar la no-convertibilidad del dólar en oro por mas tiempo.

Como se ha dicho, en gran parte el "sesgo inflacionario" de la política monetaria de los 60 puede ser atribuido al cambio institucional e ideológico que trajo consigo la Gran Depresión. La macroecono-

mía keynesiana y su influencia en la política económica fueron un producto importante de esta. Los formuladores de la política keynesianos creían que la política monetaria y fiscal podrían incrementar la demanda agregada y el empleo a lo largo de una curva de Phillips estable. En las discusiones de la política monetaria entre los oficiales de la Fed era central el tema del trade-off entre inflación y desempleo. El Gobernador de la Reserva Sherman Maisel explicaba que "hay un trade-off entre los hombres desempleados y un valor más estable del dólar. Una decisión consciente tiene que ser hecha como cuánto empleo y pérdida de producto tiene que ser hecha para obtener un pequeño incremento en los precios"²⁷. Los puntos de vista de Maisel eran compartidos por sus colegas, especialmente por Arthur Burns, quién se hizo Presidente de la Fed en 1970. De acuerdo a Wheelock (1997), Burns "para

evitar ponerle la cara al trade-off entre inflación y desempleo, como mucho de sus colegas, apoyó los controles de precios y salarios de tal manera que la política monetaria se enfocará en la lucha contra el desempleo"²⁸. Las altas tasas de interés de largo plazo pondrían a la economía a crecer lentamente "y la nación podría entrar en un largo período de estancamiento. La Fed no podría permitir estos desarrollos"²⁹. En los 60 y 70 los oficiales de la Fed creían que las acciones para bajar las tasas de interés podrían promover el crecimiento del producto y del empleo. Tales acciones no necesariamente eran inflacionarias, en caso contrario esto sería un costo aceptable por el empleo alto.

Estos puntos de vista son diametralmente opuestos a aquellos que promovían los oficiales de la Fed durante la Gran Depresión, que argumentaban que bombear liquidez a la economía sólo podría prolongar la depresión, retardando los

ajustes en los salarios y los precios que eran vistos como necesarios para que la recuperación comenzara. La mejor medicina para parar la depresión par Andrew Mellon, secretario del Tesoro, era "liquidar el trabajo, liquidar los stocks, liquidar a los granjeros, liquidar los bienes raíces (...) purgar la podredumbre del sistema"³⁰. Esta es la teoría liquidacionista de las crisis: las crisis son castigos que sirven para liquidar los excesos incurridos en el pasado. Tal prescripción no podría llamarse propiamente keynesiana.

Los cambios en los modelos económicos, comparando la política de los 30 con aquella de los 60 y 70, e institucionales, incrementaron la influencia política en la política monetaria. Los estudios sobre la influencia de la política sobre las decisiones monetarias conducen a que los ciclos cortos de las contiendas electorales llevan a formar incentivos a favor de una política monetaria expan-

siva. Si los políticos son exitosos en sus presiones, como resultado se obtiene tasas de inflación más altas de largo plazo. Como caso típico, en EU, se cita a Arthur Burns quien promovió la campaña electoral de Nixon para su reelección³¹, no porque Burns no entendiera los efectos del crecimiento monetario, sino porque el propio Nixon deseaba a toda costa ser reelecto y estaba decidido a pagar el precio que fuera para ello³². Este caso muestra como los gobiernos se salen con las suyas a pesar de los estatutos de independencia que los Bancos Centrales puedan tener³³.

En conclusión, tenemos por un lado que los keynesianos, Krugman (1994) por ejemplo, mostrando que la adopción de una regla monetaria (un compromiso previo) por parte de las autoridades monetarias, significa el abandono de la discrecionalidad, tan importante para hacer frente a las situaciones imprevistas, y

elemento indispensable para definir la independencia del banco central, como lo hace Blinder (1998): "que el banco central tenga libertad para definir cómo alcanzar sus metas"³⁴. La adopción de una regla monetaria mecánica significa la pérdida de la autonomía o independencia de las autoridades monetarias o banca central. La adopción de los agregados monetarios como instrumentos de política, tal y como los recomienda Friedman (1968), significa el abandono de las tasas de interés para el ajuste fino (finet-uning) de la economía. De hecho, la mayoría de los bancos centrales de los países desarrollados, en años recientes, sea que tengan o no metas específicas de inflación, están usando al tasa de interés de corto plazo, como su instrumento básico de control monetario³⁵.

La manera como se resolvió el asunto entre 1979-1982, adoptando los agregados monetarios como objetivos intermedios de

política y dejando las tasas de interés flotando libremente, para después declarar el abandono de los agregados por parte de la Fed significó el triunfo del ajuste fino y de la discrecionalidad sobre las reglas monetarias, y el salvamento de la autonomía de la Fed. Además, el éxito desinflacionario en EU, y el mantenimiento de estas tasas, sin ningún cambio en las instituciones o en las reglas que gobiernan la política monetaria, ponen en entredicho la correlación entre independencia de la banca central e inflación³⁶. La inflación fue dramáticamente bajada simplemente con decisiones discrecionales, y no solo en EU³⁷. Además, no hay correlación (técnicamente R2 es 0.03) entre cuanto cayó la inflación, entre 1980-1993, y el objetivo legal del banco central en los países desarrollados; y el desempleo se incrementó más en los países donde los bancos centrales estaban interesados en reducir solamente la inflación³⁸.

Para los monetaristas, Friedman (1985), La política nunca fue monetarista, aunque si la retórica. Lo que le hizo un flaco servicio a la teoría monetarista. Por su lado, para los keynesianos³⁹, la política de la Fed es la macroeconomía keynesiana de la corriente principal, después de que P. Volker abandonara los agregados monetarios en 1981.

Por otro lado, los nuevo clásicos, sobre el asunto del abandono de la regla del patrón oro y la adopción de la discrecionalidad en el manejo de la moneda, como lo muestran los acontecimientos relacionados con la Gran Depresión del 29, representan la sujeción de la política monetaria y de la Fed al gobierno. Este hecho introduce un sesgo inflacionario en la política monetaria y una inconsistencia temporal para cumplir con los planes previamente anunciado para luchar contra la inflación. Esto pone de presente la necesidad de adoptar reglas monetarias que

permitan a los bancos centrales resguardarse de las presiones políticas, elemento primordial para definir la independencia de la banca central, para luchar contra la inflación, y así lograr la estabilidad de precios, que permita un mejor ambiente macroeconómico para el crecimiento y el empleo.

El consenso moderno macroeconómico rechaza el trade-off de largo plazo entre inflación y desempleo, es decir que la curva de Phillips es vertical en el largo plazo, aunque admite la posibilidad de una curva de Phillips de corto plazo, que induce el sesgo inflacionario, y que hay que eliminar, está basado en el hecho de que la inflación es costosa, lo que a su vez está basado en que la inflación no sea anticipada, porque si está anticipada no habrá trade-off ni en el corto plazo: "tales incrementos (sorpresivos) pueden proveer estímulos de corto plazo en la economía real -en tanto la curva de Phillips con expectativas sea

válida- y seguramente proveerá ingresos públicos si el gobierno es un deudor nominal"⁴⁰. Si la gente anticipa la política, es decir que las autoridades monetarias no puedan sorprender al público, los costos serán pequeños. El problema es que la gente aprende y el gobierno no puede engañar al público siempre, lo que puede conducir a una aceleración de la inflación. En este sentido al gobierno le toca adoptar una actitud seria contra la inflación que le permita crear una credibilidad para su política.

Sin embargo, los keynesianos si bien admiten la

existencia de la curva de Phillips de corto plazo, y la posibilidad de que el ajuste fino termine por generar inflación, no están muy convencidos de la bondad de la estabilidad de precios per se, para preparar el camino del crecimiento. Si bien es cierto una hiperinflación es costosa para la economía, una inflación moderada, por debajo de un dígito, 3-4% para EU, no significa mayores traumas económicos. Pretender alcanzar una inflación cero podría ser un problema serio en términos de costos, y para algunos significaría una pérdida de flexibilidad y de engrase en la economía.

NOTAS

- 1 Gavin, William, 1996, "The path to price stability", FRBSL, Annual US economic data, May, p. 1.
- 2 Krugman, Paul, 1990, The age of diminished expectations, The MIT press, Cambridge, p. 102.
- 3 Board of Governors of the Federal Reserve System, 1994, Federal Reserve System, Purposes and Functions, p. 17
- 4 The Economist, 1999, "Navigators in troubled waters (A survey of world economy)," The Economist, sept 25, p. 3.
- 5 Riley, Barry, 2001, "The long view: under the weather", Financial Times, Feb 02.
- 6 Blinder, Alan. 1998, Central Banking in theory and practice, The MIT press, Cambridge, p. 28.
- 7 Balke, Nathan y Kenneth Emery,, 1994, " The Federal Funds rate as an indicator of monetary policy: evidence from the 1980s", FRBD, Economic Review, p. 8.
- 8 Blinder, 1998, p. 35.
- 9 Friedman, Milton, 1985, "Monetarism in rhetoric and in practice", en : Albert Ando (edit), Monetary policy in Our Times, Mit press, Cambridge, p. 15.
- 10 Ibid, p. 22.
- 11 Hetzel, Robert, 1998, "Arthur Burns and

- inflation", *Economic Quarterly*, FRBKC, v 84/1, p. 23.
- 12 Wheelock, David, 1997, "Monetary policy in the Great Depression and Beyond: The sources of Fed's inflation bias", FRBSL, Working paper 97-011A, p. 35.
 - 13 Tobin, James, 1972, "Inflation and unemployment", *AER*, March, p. 4.
 - 14 Barro, Robert y Robert Gordon, 1983, "Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy", *Journal of Monetary Economics*, pp. 101-122.
 - 15 A la tasa natural del PIB corresponde una tasa natural de desempleo, que puede ser definida como "la tasa de desempleo que no ejerce presión ni hacia arriba ni hacia abajo sobre el crecimiento de los salarios, dadas unas expectativas de inflación de precios". Véase Fuhrer, Jeffrey, 1995, "The Phillips curve is alive and well", *NEER*, FRBB, March-April, p. 42.
 - 16 Mas-Collel, Andeau, et al, 1995, *Microeconomics Theory*, Oxford, p. 237.
 - 17 Blackburn y Christensen, 1989, p. 14.
 - 18 Wheelock, 1997, p. 1-2.
 - 19 *Ibid*, p. 17.
 - 20 Burns, Arthur, 1973, "Some problems of central banking", citado por Hetzel, 1998, p. 27.
 - 21 Burns, Arthur, 1979, "The anguish of central banking", citado por Hetzel, 1998, p. 34.
 - 22 U.S. Congress, 1974, "Federal Reserve Policy and inflation and high interest rates" (Hearings before the House Committee on Banking and Currency, 93 Cong. 2 Sess; 7/30/74, U. S. Congress), citado por Hetzel, p. 35.
 - 23 U.S. Congress, 1974, "Review of the economy and the 1975 Budget", Hearings before The House Committee on the Budget, 93 Con. 2 Sess; 9/25/74, U. S. Congress, p. 119, citado por Hetzel, 1998, p. 37.
 - 24 U. S. Congress, 1974, "Examination of the economic situation and outlook," Hearings before the Joint Economic Committee, 93 Cong, 2Sess, 8/6/74, p. 225-26 y 27. Citado por Hetzel, p. 38.
 - 25U. S. Congress, 1973, "The 1973 economic report of the President", Hearings before the Joint Economic Committee, Part 2, Cong. 1. Sess; 2/20/73, p. 402-416.
 - 26 Hetzel, 1998, p. 39.
 - 26 Hetzel, 1998, p. 39.
 - 30 Eichengreen, Barry, 1992, *Golden fetters: the gold standard and the Great Depression, 1919-1939*. New York, Oxford University Press. p. 251, citado por Wheelock, p. 26.
 - 31 Wheelock, p. 28.
 - 32 Barro, Robert, 1994, "Panel Discussion", citando una carta de Paul Samuelson, en: Jeffrey, C. Fuhrer (edit), *Goals, Guidelines and Constraints Facing Monetary policymakers*, FRBBB, p. 238.
 - 33 Véase los trabajos de Forder, James, 1995, "The independence of the Federal Reserve: Another invented tradition", Fotocopia sin publicar; 1996, "On the assesment and implemetation of institutional remedies", *OEP*, vol 48; 1998, "Central Bank independence -conceptual clarifications and interim assessment", *OEP*, vol 50; y 1999, "Central bank independence: reassessing the measurements", *JEI*, vol xxxiii, no 1.
 - 34 Blinder, 1998, p. 54.
 - 35 Kahn, George, y Klare Parrish, 1998, "Conducting monetary policy with inflation targets", *Economic Review FRBKC*, v 83/3, p. 19.
 - 36 Romer, David, 1996, *Advanced Macroeconomics*, McGraw-Hill, N. York, p. 412.
 - 37 Blinder, Alan, 1997, "What bankers could learn from academics and vice versa", *JEP*, v 11/2, p. 14.
 - 38 Blinder, Alan, 1994, "Overview", en: FRBKC, "Reducing unemployment: current issues and policy options (symposium)", FRBKC, p. 338.
 - 39 Tobin, James, 1996, "interview with Tobin", *The Region*, FRBM, Internet, p. 7
 - 40 Barro, 1994, p. 238. **LIBERALIZACIÓN FINANCIERA, ESPECULACIÓN Y CRISIS BANCARIAS**