

The New Monetary Policy

P. Arestis, M. Baddeley y J. McCombie
Massachusetts, USA, Edward Elgar, 2005, pp. 253, ISBN 1 84376 9549

BLANCA LILIA AVENDAÑO VARGAS*

Después de la experiencia internacional de alta inflación durante los años setenta y ochenta, se desarrolló un amplio debate con el fin de establecer la forma en que las autoridades monetarias debían controlar la inflación.¹ Un resultado de esta discusión fue el denominado Nuevo Consenso Macroeconómico de política monetaria (NCM) que plantea que el Banco Central (BC) puede estabilizar los precios mediante la utilización de la tasa de interés nominal como instrumento de política monetaria. La versión más difundida de esta teoría es la regla de Taylor² que consiste en un modelo de política monetaria de objetivo de inflación (MOI).

La teoría del NCM supone que el dinero es endógeno y que con base en el instrumento de la tasa de interés, la estrategia de meta de inflación consigue la estabilidad de precios de largo plazo sin necesidad de objetivos

* Profesora de economía de la Facultad de Economía de la Benemérita Universidad Autónoma de Puebla (BUAP) <blav@eco.buap.mx>.

¹ El tema de las reglas monetarias no es nada nuevo, en el siglo XIX Henry Thornton y Knut Wicksell y en la primera mitad del siglo XX Irving Fisher y Henry C. Simons escribieron acerca del tema.

² Taylor (1993) sostiene que la regla debe ser interpretada como discrecionalidad restringida ejercida por las autoridades monetarias. Kydland y Prescott (1977) y Lucas (1996) afirman que los bancos centrales tienen un sesgo inflacionario.

intermedios (por ejemplo, algún agregado monetario o el tipo de cambio nominal). Para el NCM la estabilidad de precios obtenida mediante el MOI no implica una pérdida de producto o empleo. Si la regla de meta de inflación se aplica en una economía abierta con régimen de tipo de cambio flexible y disciplina fiscal, entonces el BC adquiere automáticamente autonomía en política monetaria, puesto que el tipo de cambio absorbe los choques exógenos y por este medio se estabilizan la balanza de pagos y la actividad económica. En la estrategia de MOI se espera que la política monetaria posea la suficiente credibilidad, transparencia y flexibilidad para amortiguar los choques temporales y para atenuar la volatilidad del ciclo económico (Bernanke y Mishkin, 1997).

Durante la década de los noventa, muchos países adoptaron el MOI esperando recibir los beneficios que ofrecía el NCM. Sin embargo, después de casi quince años de experiencia, de nuevo existe un amplio debate respecto de la eficacia del MOI para estabilizar los precios y, en particular, sobre el efecto que producen las variaciones de la tasa de interés en la actividad económica. Recientemente, a guisa de ulterior testimonio de que el MOI sufre de inconsistencias teóricas y que puede generar consecuencias adversas para el crecimiento, Philip Arestis, Michelle Baddeley y John McCombie, en la obra motivo de esta reseña, suministran un análisis de los desafíos que enfrentan las economías que siguen los preceptos del NCM.

Arestis, Baddeley y McCombie han realizado diversas contribuciones al análisis de la política monetaria, y en particular a la discusión del MOI. El libro que reseñamos aquí contiene trece capítulos³ y provee una crítica teórica y empírica de los fundamentos del NCM y de sus resultados más recientes en algunas economías desarrolladas. Las contribuciones que componen este libro, aunque diversas, convergen en una línea de razonamiento, a saber: la efectividad de la política monetaria del NCM en el control de la inflación y

³ Los trabajos contenidos en este libro son producto de un seminario que tuvo lugar en marzo de 2004 en el Colegio Downing, en la Universidad de Cambridge, Reino Unido, cuyo tema central fue el nuevo consenso de política monetaria. El evento se llevó a cabo con motivo de la inauguración del Centro Cambridge de Política Económica y Pública.

la estabilidad de precios (capítulo uno, introductorio). A continuación presentamos un sumario de las principales contribuciones a este respecto.

La política monetaria del NCM da prioridad a la estabilidad de precios a fin de propiciar un crecimiento sostenido del producto. Sin embargo, los beneficios atribuidos al MOI —estabilidad de precios y estabilidad macroeconómica con una tasa real de sacrificio igual a cero— son sometidos a prueba por Philip Arestis y Malcom Sawyer. El argumento central es que el MOI no confiere importancia al efecto que producen las variaciones de la tasa de interés en la estabilidad del sistema financiero —sobre todo en el precio de los activos—, de ahí que la política monetaria de inflación objetivo sea ineficiente para influir en el comportamiento de la demanda agregada y, por consiguiente, en la tasa de inflación. Desde el punto de vista empírico, el resultado principal es que en efecto la inflación disminuyó en las economías que adoptaron el MOI, pero el mismo resultado se observa en economías que siguieron una política monetaria distinta al MOI. En este sentido, la evidencia empírica pone de manifiesto que se puede alcanzar la estabilidad de precios mediante una política monetaria que no necesariamente responde a los preceptos del MOI (capítulo dos).

Mark Setterfield (capítulo tres) también discute los fundamentos teóricos del NCM. Setterfield postula que el NCM es una reformulación de la Nueva Macroeconomía Keynesiana (NMK) en la que se ha introducido la tasa de interés como instrumento de política monetaria del BC. La tasa de interés sustituye al efecto Pigou —que estaba presente en el modelo de la NMK— e impide que la economía arribe a un equilibrio macroeconómico estable. En consecuencia, de acuerdo con Setterfield, el NCM pierde su mecanismo de estabilización debido a que la tasa de interés no puede dominar la inestabilidad de la demanda de dinero. La “estabilidad”, si es que existe en el NCM —argumenta Setterfield— puede definirse como la posibilidad de alcanzar posiciones de equilibrio potenciales a un alto costo en términos de fragilidad financiera. La conclusión que se desprende de estos argumentos es que el MOI no puede generar equilibrios macroeconómicos estables. La evidencia empírica parece favorecer esta idea. Un análisis realizado por Georgios Chortareas, referente a la convergencia o divergencia en los objetivos e

instrumentos de política monetaria entre los países que conforman la Comunidad Económica Europea (CEE), muestra que los países de la CEE no lograron la convergencia hacia las tasas de inflación, de crecimiento y de interés óptimas correspondientes con una política monetaria fundamentada en la regla de Taylor en el período 1977-2000. La divergencia observada se explica por factores asociados a cambios estructurales o institucionales por los que atravesaron algunas economías de la CEE o porque los gobiernos de esas economías tomaron sus propias decisiones de acuerdo con sus prioridades y no en función de los objetivos generales planteados por el Banco Central Europeo (capítulo cuatro).

Los argumentos anteriores conducen a discurrir sobre los probables vacíos teóricos del NCM. Así, por ejemplo, debemos preguntarnos si es adecuado que la meta de inflación sólo incorpore los precios de los bienes y servicios o si es necesario sumar los precios de los activos. Nigel Allington y John McCombie señalan que el BC debe incorporar en sus objetivos la tasa de inflación de los precios de los activos siempre y cuando la variación de esta tasa —sobre todo cuando hay burbujas especulativas— tenga un impacto significativo en el nivel de actividad económica. La evidencia empírica ha confirmado que las burbujas de precios de los activos tienen efectos perniciosos en la actividad económica, disminuyen el ritmo de crecimiento en el ciclo económico y crean inestabilidad financiera. Suponiendo que el BC debe intervenir en estas circunstancias, el problema es si éste puede discriminar cuándo las burbujas de precios corresponden a una mejora en la formación de expectativas de los agentes o en el desempeño económico de las empresas, lo cual tendría como consecuencia un proceso de inversión y crecimiento económico, o si, por el contrario, se trata de un auge especulativo que tarde o temprano detonará una crisis económica (capítulo cinco). La evidencia empírica concerniente a este punto es diversa y las respuestas no son concluyentes. Así, por ejemplo, Philip Arestis y Elias Karakitsos, al indagar sobre las causas de la crisis por una burbuja especulativa en Estados Unidos en 2000, advierten que la incorporación de los precios de los activos en el MOI podría evitar la creación de burbujas especulativas. Un MOI con esta característica tendría que monitorear el efecto que produce una

variación de estos precios sobre los patrones de consumo de los agentes a fin de determinar el mecanismo de transmisión de una variación de los precios de los activos y la deuda hacia el consumo (capítulo seis). Otro ejemplo que pone a prueba la política monetaria del NCM se encuentra en el examen que Michelle Baddeley y Giuseppe Fontana realizan respecto al impacto que produce la cada vez mayor utilización de dinero electrónico en las economías desarrolladas (capítulo siete). Para Baddeley y Fontana la presencia de dinero electrónico en el sistema de pagos de una economía tiene dos efectos en la política monetaria del BC, a saber: i) el BC subestima el ritmo de crecimiento y composición de los agregados monetarios y ii) el BC puede perder el monopolio de las reservas monetarias necesarias para intervenir en las actividades financieras y económicas de un país. Ambas observaciones deben ser tomadas en cuenta dentro de los objetivos de la política monetaria del BC, sobre todo porque las economías desarrolladas han incrementado el número de transacciones con dinero electrónico en los últimos años. A pesar de estas observaciones, se sostiene que el dinero convencional tiene un rango superior sobre el dinero electrónico, pues gran parte de las transacciones en el sistema de pagos aún se realiza mediante formas monetarias convencionales. Un argumento más que cuestiona la pertinencia del MOI es el que presentan Bell-Kelton y Rex Ballinger cuando analizan la forma en que el tamaño de la deuda pública puede socavar los objetivos de política monetaria del BC (capítulo ocho). El análisis empírico para diez países miembros de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) muestra que cuando las economías tienen una alta razón deuda/producto presionan por una expansión monetaria. El resultado de esto es contradictorio, ya que tasas de interés bajas escinden los gastos fiscales en una cantidad significativa. De forma similar, una política restrictiva puede tener un efecto estimulante en economías con una alta razón deuda/producto, especialmente si la deuda es de corto plazo. A la luz de estos resultados conviene plantearse si el incremento o disminución de la tasa de interés tiende a causar recesión o expansión en la economía. Los resultados parecen depender –al menos en parte– del tamaño, la distribución sectorial y la madurez de la deuda de gobierno en manos de los agentes económicos.

En cuanto a la evidencia empírica, los resultados del MOI son contrastantes. Por un lado, Mark Roberts encuentra que la política monetaria con metas de inflación, implementada en Inglaterra en la década de los noventa, ha generado una reducción de las expectativas de inflación y ha abatido la incertidumbre por la que atravesó la economía inglesa debido a que el banco de Inglaterra ha dado transparencia y credibilidad a los agentes económicos (capítulo nueve). En contraste, Charles Goodhart sostiene que la estabilidad económica que vivió Inglaterra durante la década de los noventa, sin observar grandes cambios en la tasa de interés, se debió no sólo al relativo éxito de la política monetaria de inflación objetivo, sino también a las condiciones estables del entorno internacional, sobre todo durante el período 1998–2002. Además, la economía inglesa atravesó por cambios estructurales que redujeron la escala de las fluctuaciones cíclicas de su producto. En términos generales, Goodhart plantea que la economía inglesa estuvo enmarcada por un ambiente estable que contribuyó a su estabilidad de precios y a su crecimiento productivo.

Charles Freedman presenta un análisis de los cambios en la estructura de política monetaria de Canadá durante los últimos 30 años (capítulo once). Después de hacer un recuento de estos cambios (desde la utilización de los agregados monetarios hasta el establecimiento del MOI), Freedman concluye que el MOI ha tenido resultados exitosos en términos de la estabilidad de precios y el crecimiento; el BC ha actuado agresivamente a fin de controlar los procesos de inflación y de deflación y ha evitado errores sistemáticos en las decisiones de política monetaria. En opinión de Freedman el BC aún tiene que enfrentar los problemas asociados a los cambios en el nivel y el crecimiento de la capacidad económica. Esto se convierte en una dificultad para el BC cuya política monetaria es por naturaleza *forward-looking*.

En oposición a lo que Mark Roberts encuentra en el caso de la economía inglesa, A.P. Thirlwall afirma que no hay evidencia empírica que sugiera que una condición necesaria para un crecimiento rápido y sostenido sea el que la inflación deba ser lo más baja posible (capítulo doce). Thirlwall encuentra que para algunas economías la relación entre la tasa de inflación y la tasa de crecimiento no es lineal, siendo positiva para tasas de inflación bajas (menores

a 10%) y negativa para tasas de inflación altas. Entonces el uso de la política monetaria para disminuir la inflación, cuando ha rebasado el punto de inflexión, puede ser contraproducente para el producto y el empleo. Según Thirlwall, la meta de inflación de 2% anual del Banco Central Europeo ha causado un grave daño al crecimiento del producto y del empleo en Europa. De ahí la importancia de analizar si un régimen de baja inflación es una política monetaria adecuada en términos de crecimiento y empleo. Para Thirlwall esto no es así.

Valpy Fitzgerald (capítulo trece) también analiza las consecuencias del MOI y extiende y modifica la crítica keynesiana a la política de estabilización aplicada en economías emergentes. El programa de política monetaria del Fondo Monetario Internacional (FMI) para economías en desarrollo, de acuerdo con Fitzgerald, utiliza la deuda del gobierno y el tipo de cambio como instrumentos de política a fin de alcanzar una meta de inflación y de balanza de pagos específica. Fitzgerald adapta el modelo estándar del FMI a fin de incluir los flujos de capital de corto plazo y el tipo de cambio flexible propios también característicos del modelo de liberalización financiera. A partir de esto, se muestran las consecuencias macroeconómicas de la política del FMI y los efectos negativos del MOI sobre la utilización de la capacidad productiva y la competitividad comercial. Fitzgerald concluye que este tipo de política monetaria es procíclica ante choques externos. Posteriormente, Fitzgerald a través de la construcción de un modelo alternativo, con una estructura comparable a la del FMI, concluye que una política de estabilización macroeconómica basada en una meta de tipo de cambio real, regulación bancaria y una postura fiscal activa es más efectiva en términos de crecimiento e inversión que el MOI. Finalmente, Randall Wray analiza la interacción entre la tasa de interés, la capacidad del BC para proveer liquidez en una economía que se caracteriza por combatir la deflación, la monetización de déficit público por parte del BC, el proceso de esterilización del BC, la relación entre los déficit gemelos y su impacto sobre el tipo de cambio como parte de la política monetaria que no sólo debe consistir en una meta de inflación, sino también en una meta de tasa de interés y de reservas monetarias en un contexto de tipo de cambio flexible (capítulo catorce).

La principal contribución de este libro consiste en analizar las contradicciones de la política monetaria de objetivos de inflación. Aunque la mayor parte de las contribuciones se refieren principalmente a economías desarrolladas, también es posible relacionar algunas de estas aportaciones a las economías en desarrollo. Las proposiciones analíticas y la evidencia empírica son estimulantes. Sin embargo, surgen dudas respecto de la forma en que las economías en desarrollo han adoptado el MOI y sus consecuencias para el crecimiento económico. Al respecto, la adopción del NCM en América Latina ha generado resultados muy divergentes en comparación con lo que ocurre en Europa o Estados Unidos, y es que en algunas economías latinoamericanas la presencia de inflación estructural (*cf.* Noyola, 1956) aunada al MOI ha generado distorsiones en el sector real de la economía.

REFERENCIAS

- Bernanke, B. y F. Mishkin, "Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?", Cambridge, Massachusetts, National Bureau of Economic Research, Working Paper núm. 5893, enero de 1997.
- Kydland, F.E. y E. Prescott, "Rules Rather Than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans", *Journal of Political Economy*, Chicago, The University of Chicago Press, vol. 85 (3), 1977, pp. 473-491.
- Lucas, R.E. Jr., "Nobel Lecture: Monetary Neutrality", *Journal of Political Economy*, Chicago, The University of Chicago Press, núm. 104, agosto de 1996, pp. 661- 682.
- Noyola Vázquez, J.F., "El desarrollo económico y la inflación en México y otros países latinoamericanos", *Investigación Económica*, Facultad de Economía, UNAM, vol. XVI (4), 1956.
- Taylor, J., "Discretion versus Policy Rules in Practice", Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, Estados Unidos, vol. 39, 1993, pp. 195-214.