



Universidad Nacional de La Plata



**Novenas Jornadas de Economía  
Monetaria e Internacional  
La Plata, 6 y 7 de mayo de 2004**

**Sobre la Economía Política de la Política Monetaria**  
Keifman, Saúl (CONICET y Universidad de Buenos Aires)

## SOBRE LA ECONOMÍA POLÍTICA DE LA POLÍTICA MONETARIA

Saúl Keifman  
CONICET/UBA  
Abril de 2004

“No nos imaginemos que las perturbaciones monetarias tienen por causa una “mala” política económica: sería comportarnos como los tebanos, que atribuían la peste a la culpabilidad de la sangre.”

John Hicks<sup>1</sup>

### 1. Sobre las raíces intelectuales de la Convertibilidad

Los costos sociales ocasionados por el colapso de la Convertibilidad son bien conocidos. Sin embargo, poco se ha avanzado en la comprensión de las causas de la peor crisis económico-social de la Argentina. Difícil será prevenir (o al menos mitigar los efectos de) la próxima crisis si no logramos entender la última. El objetivo de este trabajo es indagar en las raíces intelectuales de la Convertibilidad argentina como un pequeño aporte a una discusión pendiente y necesaria.

La Convertibilidad o caja de conversión, pertenece a la familia de regímenes monetarios conocidos como de fijación rígida del tipo de cambio (*hard pegs*). La familia incluye, además, a la dolarización, que lleva un siglo en Panamá y se extendió en años recientes a Ecuador y El Salvador, y la unión monetaria, como la implementada no hace mucho por la mayoría de los miembros de la Unión Europea. Pese a tratarse de esquemas cambiarios, la implementación de estos regímenes en los últimos 13 años, no se apoyó en la teoría de las áreas monetarias óptimas sino en argumentos basados en ganancias de credibilidad de la política monetaria. El peso de estos argumentos fue importante en el debate que precedió al lanzamiento del euro. Por ejemplo, Giavazzi y Pagano (1988) adujeron que si Italia adoptara el marco, tomaría prestada la credibilidad del Bundesbank porque así su gobierno tendría las manos monetarias firmemente atadas.

---

<sup>1</sup> Citado por Julio H. G. Olivera (1967), página 118.

El argumento de “atarse las manos” para alcanzar la estabilidad monetaria se remonta al influyente artículo que Robert Barro y David Gordon publicaron en 1983, el que se inscribe en el problema de la inconsistencia dinámica y los pros y contras de las reglas versus la discrecionalidad en política económica, que plantearon antes Finn Kydland y Edward Prescott (1977) y Guillermo Calvo (1978). A su vez, la literatura de “reglas versus discrecionalidad” forma parte de la tradición liderada por James Buchanan (Buchanan y Tullock, 1993 [1962]; Buchanan, 1987) que proponía restricciones constitucionales a las facultades de los gobiernos de formular políticas económicas.

## 2. El modelo de Barro y Gordon

El artículo plantea un modelo de expectativas racionales y tasa natural de desempleo que se postula consistente con la experiencia macroeconómica de la posguerra, y con las percepciones de inflación excesiva y carácter contracíclico de la política monetaria del período. Introduce dos innovaciones importantes respecto a otros artículos afines: (a) la racionalidad del gobierno y (b) la identidad entre sus preferencias y las del público. La no racionalidad del gobierno en un modelo de expectativas racionales no era un supuesto coherente. Cuáles deberían ser las preferencias del gobierno es un tema más complejo. Sin embargo, puede interpretarse que si el principal resultado del trabajo de Barro-Gordon se deriva aún con preferencias idénticas entre gobierno y sociedad, en el caso contrario debe darse *a fortiori*.

El modelo explica la existencia de un “dilema de prisionero” en la política monetaria, entre el sector privado<sup>2</sup> y el gobierno. La tasa de desempleo en el momento  $t$  ( $U_t$ ) difiere de la natural ( $U^n$ ) sólo si la inflación realizada ( $\pi_t$ ) difiere de la esperada ( $\pi_t^e$ ), de acuerdo a la conocida Curva de Phillips de corto plazo (Ecuación 1).<sup>3</sup> El gobierno minimiza una función objetivo (la de la sociedad) que es una función cuadrática de la tasa de inflación y de los desvíos de la tasa de desempleo respecto a una tasa meta inferior a la natural (Ecuación 2); para ello, elige la tasa de inflación y toma como dada la expectativa de inflación del sector privado. El sector privado

---

<sup>2</sup> El artículo de Barro y Gordon utiliza los términos sociedad, público y sector privado, como sinónimos.

<sup>3</sup> Para simplificar la presentación omitimos la diferencia entre tasa natural de corto y largo plazo propuesta por los autores.

formula su expectativa de inflación en base a su conocimiento de la función objetivo del gobierno. En el equilibrio de expectativas racionales, la expectativa de inflación coincide con la elegida por el gobierno ( $\pi_t^*$ ) y la tasa de desempleo es igual a la tasa natural. La resolución del modelo muestra que la inflación elegida por el gobierno es positiva<sup>4</sup> (Ecuación 3).

$$U_t = U^n - \alpha(\pi_t - \pi_t^e), \alpha > 0, \quad (1)$$

$$Z_t = a(U_t - kU^n)^2 + b\pi_t^2; a, b > 0, 0 < k < 1 \quad (2)$$

$$\pi_t^* = \pi_t^e = \frac{a\alpha(1-k)U^n}{b} \quad (3)$$

Nótese que a pesar de que tanto el gobierno como el sector privado optimizan, el resultado no es un óptimo social, ya que el bienestar sería mayor con inflación cero. ¿Por qué no se alcanza el óptimo social? Supongamos que el gobierno anunciara una política de inflación cero. Según Barro y Gordon el anuncio no sería creíble para el sector privado, pues el gobierno podría aumentar el bienestar engañando al sector privado con inflación positiva dirigida a reducir la tasa de desempleo. La única manera de alcanzar el óptimo social sería a través de la implementación de instituciones que “ataran las manos” del gobierno de modo de darle credibilidad a su regla de política monetaria.

El resultado es paradójico e impactante: el gobierno y el sector privado quieren lo mismo (tienen la misma función objetivo) y saben lo mismo (todos tienen expectativas racionales), pero no podrán lograrlo en la medida que el gobierno conserve discrecionalidad en la formulación de la política monetaria. Examinaremos con mayor detalle los supuestos y circunstancias que llevan a aquel resultado para juzgar la validez del mismo.

### 3. La función objetivo del modelo de Barro y Gordon

#### (a) La meta de desempleo

El supuesto crucial detrás del resultado paradójico, es  $k < 1$ , como puede advertirse en (3). Este es un supuesto *ad hoc* e inconsistente con las hipótesis de

---

<sup>4</sup> Surge de reemplazar (1) en (2), igualar a cero la derivada de (2), igualar  $\pi_t^*$  con  $\pi_t^e$  y despejar  $\pi_t^*$ .

racionalidad e identidad de preferencias del gobierno y la sociedad. ¿Por qué tanto el gobierno como la sociedad derivan mayor bienestar de una tasa de desempleo inferior a la natural? En un modelo de tasa natural, si la tasa de desempleo es menor a la natural, el salario real es inferior a la desutilidad marginal del trabajo, lo cual es incompatible con el supuesto de maximización de la utilidad. La sociedad padecería de una inconsistencia entre sus preferencias de política y su percepción del mundo, incompatible con expectativas racionales.

La justificación ofrecida por Barro y Gordon es la siguiente. En ausencia de gasto público, la tasa de desempleo deseada por la sociedad coincidiría con la natural, y por tanto,  $k = 1$ . La existencia de gasto público financiado con impuestos distorsionarios (o sea, al ingreso) eleva la tasa natural de desempleo; sin embargo, la tasa de desempleo deseada aumenta en menor magnitud, si es que aumenta, por lo cual  $k < 1$ . La historia prosigue afirmando que la tendencia hacia un mayor gasto público verificada en la posguerra disminuyó el valor de  $k$ , aumentando, por lo tanto, la inflación. El argumento es claramente incompatible con la hipótesis de expectativas racionales. Curiosamente, la irracionalidad del gobierno supuesta por modelos anteriores, que Barro y Gordon se proponían superar, es reintroducida subrepticamente tanto para éste como para el sector privado.

Por otra parte, el argumento de que un mayor gasto del gobierno incrementa la tasa natural de desempleo supone implícitamente, además de impuestos distorsionarios, sólo gastos de transferencia. Irónicamente, la aplicación de la función de producción del modelo de Barro (1990) de crecimiento endógeno, que enfatiza el gasto en bienes públicos, podría dar resultados opuestos, aún con impuestos distorsionarios. En efecto, mientras la tasa del impuesto al ingreso sea inferior a la elasticidad del producto respecto a los bienes públicos, un mayor gasto en éstos financiado con mayor tasa impositiva hará bajar la tasa natural de desempleo (ver Apéndice).

#### (b) La desutilidad de la inflación

De acuerdo a la función objetivo expresada en (2), la inflación tiene un costo para la sociedad. Sin embargo, fundamentar lo anterior en un modelo de dinero neutral es un verdadero desafío. Luego de afirmar que los economistas no han encontrado argumentos convincentes para explicar por qué la inflación es muy costosa, los autores conjeturan que “los costos directos de cambiar precios encajarían fácilmente”

en su modelo.<sup>5</sup> No parecen ser conscientes de que este supuesto tiene dos implicancias incompatibles con su modelo de tasa natural: (a) competencia imperfecta (¿quién sufre los costos de cambiar los precios sino es quien los fija?) y, (b) rigidez nominal de precios, que es incompatible con la neutralidad del dinero, como se demuestra en los modelos con costos de menú.<sup>6</sup> Otra vez encontramos un supuesto *ad hoc* e incompatible con el modelo al cual se lo introduce.

#### (c) El horizonte de decisión y la interdependencia temporal de las decisiones

Barro y Gordon suponen que el gobierno elige la tasa de inflación en cada momento de manera de minimizar el valor actual de los  $Z_t$  futuros con un horizonte infinito. Por otro lado, como la tasa de desempleo en cada momento depende sólo de la diferencia entre la inflación realizada y la esperada de ese momento (Ecuación 1), no hay persistencia de los *shocks* monetarios. Esto permite resolver el problema de elegir la tasa de inflación en cada momento sin tener en cuenta sus repercusiones futuras. Esta simplificación no es inocente y tiene consecuencias que se comentan en la sección siguiente.

#### 4. La naturaleza del juego en cuestión

Una innovación importante de Barro y Gordon es haber modelado el problema de la política monetaria como un juego. Sin embargo, el juego que eligen es sólo uno de varios posibles. Si su resultado principal depende del tipo de juego, entonces no es robusto. Barro y Gordon eligen representar el problema de la política monetaria como un juego simultáneo que en la práctica es estático ya que cada juego se resuelve con independencia de los de los otros períodos. Esta elección carga los dados en contra de la solución cooperativa que consistiría en elegir inflación nula.

¿Qué pasaría si el juego fuera dinámico en lugar de estático? Supongamos que el sector privado espera a que el gobierno tome su decisión de política monetaria antes de formular su expectativa de inflación y actuar en consecuencia en los mercados de bienes y factores. En tal caso no hay “engaño” posible: la política monetaria es transparente y el resultado debe ser el cooperativo. De hecho, el carácter casi continuo y público de las acciones de la política monetaria le permite a los agentes seguirla con bastante precisión y poca demora. La gran atención que generan los

---

<sup>5</sup> Barro y Gordon (1983) página 594.

<sup>6</sup> Ver al respecto Akerlof y Yellen (1985), y Mankiw (1985).

anuncios de medidas de la Reserva Federal y otros bancos centrales parece más consistente con un juego dinámico como el mencionado.

Consideremos ahora la interdependencia temporal de las tasas de desempleo e inflación. Este mero cambio en la Ecuación 1, reduce considerablemente el incentivo del gobierno a engañar al público. El gobierno debe contrapesar la ganancia de breve duración de una tasa de desempleo inferior a la natural contra la pérdida ocasionada por una inflación persistentemente más alta por un horizonte muy largo. En este caso, la tasa de inflación dada por (3) no sería la solución óptima. Si suponemos que el gobierno puede engañar al público por un período en el que espera inflación nula y que luego se mantiene la tasa de inflación inicial con desempleo igual al natural, la tasa de inflación óptima será considerablemente inferior a la dada por (3) pero positiva aún (ver Ecuación 4):

$$a\alpha(1-k)U^n/(b/r + a\alpha^2) \quad (4)$$

donde  $r$  es la tasa de descuento.

Si además consideráramos que por inercia nominal, sea por rigidez contractual o costos de ajuste nominal, la convergencia a la tasa de inflación de largo plazo es cíclica, la inclusión del costo de períodos con tasas de desempleo superior a la natural y tasas de inflación mayores que la del equilibrio de largo plazo, podrían volver incierta la ganancia de “engañar” al público.

Un punto a considerar es el del costo de “engañar”. Tanto en el mundo de los negocios como en el de la política se han desarrollado códigos de conducta que penalizan actos como el engaño. En el caso de la política es claro que un alto funcionario o representante que rompa el código podría no ser renovado en su cargo o reelecto, respectivamente. Algunas constituciones prevén juicio político al poder ejecutivo y revocación de mandatos de representantes en caso de percepción de violaciones graves al código de conducta. En un plano más informal, la presión popular ha tenido resultados similares en diversas ocasiones. Con estos antecedentes, parecería racional incorporar, ya sea una restricción contra el engaño en la conducta del gobierno o, al menos, una variable adicional en la función objetivo que sería el costo por engañar. Obviamente, esta consideración podría revertir completamente el resultado de Barro y Gordon.

La consideración anterior se vincula con el tratamiento del problema de la política monetaria como juego repetido, que es discutido por Barro y Gordon. La cuestión de la reelección del gobernante o la renovación en el cargo de un funcionario tiene más sentido cuando se piensa en un juego repetido. Un resultado bien conocido de la teoría es que en juegos repetidos las chances de cooperación son bastante más altas.<sup>7</sup> Nuestro comentario sobre la interdependencia temporal de la inflación y el desempleo en las repeticiones del juego puede también interpretarse de la siguiente manera: si se insiste en tratar el problema como un juego simultáneo, el carácter repetido del mismo será ineludible. Los comentarios antes efectuados sobre la menor ganancia por “engañar” en contextos de interdependencia temporal de las repeticiones del juego y sobre el costo de engañar, son aplicables al caso del juego repetido con simples reinterpretaciones.

##### 5. La política monetaria contracíclica

Una presunta virtud del modelo, enfatizada por los autores, es su consistencia con el hecho estilizado de la política monetaria contracíclica, es decir, expansiones monetarias que siguen a subas del desempleo. Barro y Gordon suponen que la tasa natural de desempleo se ve afectada por *shocks* reales ( $\varepsilon_t$ ) independientes, de distribución idéntica con media cero, y de naturaleza transitoria. Así, la tasa natural de desempleo en el momento  $t$  está definida como:

$$U_t^n = \lambda U_{t-1}^n + (1 - \lambda)\underline{U}^n + \varepsilon_t, \quad 0 < \lambda < 1 \quad (5)$$

donde  $\underline{U}^n$ , la tasa natural de desempleo media de largo plazo, es una constante. La “explicación” de la política monetaria contracíclica se basa en el supuesto  $k < 1$ . Entonces, de (3) surge que si  $U_t^n$  fluctúa cíclicamente,  $\pi_t^*$  lo hará contracíclicamente. Una vez más surge la duda sobre la racionalidad de la reacción del gobierno que se postula (por el supuesto  $k < 1$ ). Otro problema de esta explicación es que depende del supuesto de que los *shocks* reales sean transitorios. Sin embargo, la teoría del ciclo real, que enfatiza las perturbaciones tecnológicas, parece más compatible con *shocks* permanentes que transitorios. Además, la relevancia empírica de la teoría del ciclo real ha sido seriamente cuestionada.<sup>8</sup> Parece más fácil explicar el carácter contracíclico de la política monetaria por la existencia de perturbaciones monetarias transitorias.

<sup>7</sup> Por ejemplo, Kreps (1995), capítulo 14.

<sup>8</sup> Ver Romer (1996), pp. 186-189.





## 6. Reglas, discrecionalidad e instituciones monetarias

### (a) De las reglas anunciadas a las reformas institucionales

Milton Friedman propuso hace algunos años una regla de política monetaria basada en una tasa de crecimiento constante de la oferta monetaria. El modelo en que se apoyaba suponía tasa natural de desempleo con expectativas adaptativas. Su argumento clásico en contra de la discrecionalidad de la política monetaria no se basaba en la neutralidad del dinero en el corto plazo (en la cual no creía, como buen cuantitativista), sino en la dificultad de manejarla adecuadamente dada la incertidumbre que le asignaba a sus efectos. Como esta incertidumbre es una cuestión de juicio, el modelo de Friedman también podría fundamentar una regla de política estabilizadora con crecimiento variable de la oferta monetaria, en función, por ejemplo, de cambios en la velocidad del dinero.

Kydland y Prescott (1977), refuerzan el argumento de Friedman a favor de reglas de crecimiento monetario constante, con un modelo de expectativas racionales y tasa natural. Muestran que una regla de política es superior a una política discrecional que optimiza período a período. Barro y Gordon (1983) utilizan argumentos similares, pero introducen una innovación importante al argumentar que la adopción de reglas es problemática por la falta de credibilidad de las mismas cuando no existen restricciones legales que obliguen al gobierno a ejecutarlas. El paso siguiente que dan es proponer reformas profundas de las instituciones monetarias tendientes a establecer reglas estrictas al estilo del patrón oro o de una constitución monetaria. Consecuentemente, los autores opinan que el abandono del patrón oro y los tipos de cambio fijos, constituyó un error. La persistencia del *statu quo* a pesar de su supuesta inferioridad respecto a un régimen rígido, es explicada por los costos asociados a los cambios institucionales.

Curiosamente, los autores no se sienten obligados a fundamentar su juicio sobre el abandono del patrón oro. Dado lo costoso de los cambios institucionales, ¿cómo explicaría el modelo de Barro y Gordon aquel error? El colapso del patrón oro se produjo durante la Gran Depresión, un evento histórico inconciliable con un modelo de expectativas racionales, tasa natural de desempleo y ciclo real (Bernanke y Parkinson, 1991). El silencio de los autores no es coincidencia.

(b) El patrón oro y la Gran Depresión: una omisión significativa

Como señala Barry Eichengreen (1985), el atractivo del patrón oro para quienes proponen reglas de política contra la discrecionalidad, se basa en una visión mítica del mismo. El mito de la estabilidad de precios queda desmentido por el siguiente cuadro basado en Robert Triffin (1970). En rigor, más que estabilidad se observa reversibilidad del nivel de precios por sucesión de fases deflacionarias e inflacionarias.

CUADRO 1

PATRÓN ORO: TASAS DE VARIACIÓN DE LOS PRECIOS MAYORISTAS (en %)

PERÍODO	ESTADOS UNIDOS	GRAN BRETAÑA	ALEMANIA	FRANCIA	ITALIA
1814-1849		-49			
1849-1872		39			
1872-1896	-50	-39	-36	-43	
1896-1913	49	32	41	41	35

Gran Bretaña tuvo patrón oro *de facto* desde 1717, *de jure* desde 1821; Alemania, Estados Unidos y Francia adhieren al patrón oro en la década de 1870; Italia a fines del siglo XIX.<sup>9</sup>  
FUENTE: Triffin (1970), página 32.

Michael Bordo (1981) comparó las tasas de inflación, desempleo y crecimiento del ingreso real de los períodos 1880-1913 (el de mayor alcance mundial del patrón oro) y de la última posguerra, para Gran Bretaña y Estados Unidos. Si bien las tasas de variación promedio de los precios mayoristas fueron más moderadas en el patrón oro, esto resulta de promediar dos décadas de deflación seguidas por dos décadas de inflación (como sugiere el Cuadro 1). Por otra parte, las comparaciones del crecimiento del ingreso *per capita* y de los niveles de desempleo, apuntan hacia la superioridad de las instituciones monetarias de la posguerra. Bordo (1981) también comparó la variabilidad de la inflación y del crecimiento del ingreso real para los mismos períodos y países. El desvío estándar de los precios fue algo menor bajo el patrón oro en Gran Bretaña, aunque en Estados Unidos resultó algo mayor que en la posguerra. Sin embargo, las tasas de crecimiento del ingreso real fueron más variables bajo el patrón oro, en ambos países.

Los historiadores económicos contemporáneos encuentran un vínculo estrecho entre la Gran Depresión y el patrón oro. Según Peter Temin (1989) la Gran Depresión fue causada por las tensiones de las consecuencias de la Primera Guerra Mundial

<sup>9</sup> Eichengreen, 2000, capítulo 2.

sobre el patrón oro (página 33). La Primera Guerra Mundial alteró los patrones de pagos internacionales: Gran Bretaña y Alemania, antes exportadores de capital pasaron a ser importadores, mientras que Estados Unidos se convirtió en la principal nación acreedora cuando no mucho tiempo atrás había sido un gran país deudor. Sin embargo, cuando el patrón oro (suspendido en la guerra) se restablece en la segunda mitad de la década de 1920, estas naciones vuelven a las paridades cambiarias de preguerra.

El problema central del patrón oro, fue la asimetría entre países deficitarios y superavitarios, que penalizaba a los primeros (por la fuga de oro) pero no a los últimos. Así la carga del ajuste cayó sobre los países deficitarios, que sólo contaban con la deflación como mecanismo de ajuste. Temin (1989) llega a la conclusión que fue la presión deflacionaria de las políticas monetarias y fiscales de fines de los veinte, lo que destruyó el patrón oro y llevó a la Gran Depresión.

Eichengreen (1991) identifica cuatro factores condicionantes de la Gran Depresión, dos internacionales y dos propios de Estados Unidos. El primero de los internacionales coincide con el señalado por Temin: las tensiones económicas internacionales causadas por la Gran Guerra; el segundo, es la fragilidad del patrón oro restablecido, que retomaremos más adelante.<sup>10</sup> El disparador de la crisis parece haber sido el carácter restrictivo que adoptó la política monetaria de Estados Unidos a partir de 1928 bajo el argumento de combatir la especulación en el mercado de valores, y que terminó provocando la crisis de la bolsa. Esto subió las tasa de interés y frenó los préstamos al exterior forzando al resto del mundo a adoptar una política monetaria similar y a entrar en recesión también. Esta transmisión internacional de la crisis fue posible gracias al patrón oro.

La única manera de salir de la crisis bajo el patrón oro, continúa Eichengreen (1991) hubiera sido un esfuerzo internacional coordinado entre las potencias para bajar las tasas de interés y aplicar políticas de estímulo fiscal. Sin embargo, la falta de cooperación internacional impidió que esta salida se concretara. En consecuencia, cada país quedó librado a su suerte y las naciones comenzaban a recuperarse sólo cuando salían del patrón oro, es decir, cuando suspendían la convertibilidad y depreciaban sus monedas lo que les permitía recuperar competitividad internacional y aplicar políticas monetarias y fiscales expansivas.

---

<sup>10</sup> Los condicionantes internos de Estados Unidos eran la mayor importancia de los bienes de consumo durable y la menor flexibilidad de los mercados de trabajo.

Recientemente, las visiones de Eichengreen y Temin (2001), han convergido por completo, y ahora atribuyen la caída simultánea de la producción y los precios en tantos países a comienzos de la década de 1930, a las políticas deflacionarias seguidas por los países que permanecieron fieles a los dictados del patrón oro. La elección de la deflación en lugar de la devaluación fue el factor más importante en la determinación del curso de la Depresión.

## 7. La economía política de la política monetaria

¿Por qué el patrón oro del siglo XIX no sufrió la fragilidad que mostró en el período de entreguerras y que lo condenó a su desaparición? Eichengreen (2000) ofrece una interpretación muy lúcida que, además, tiene la virtud de restablecer en el plano analítico el vínculo entre lo económico y lo político: “Lo que fue fundamental para el mantenimiento de los tipos de cambios fijos ... es que los gobiernos estaban protegidos de las presiones para supeditar la estabilidad de los tipos de cambio a otros objetivos. En el patrón oro del siglo XIX esa protección se la daba su aislamiento de la política interna. ... Como el derecho al voto era limitado, los obreros, que eran los más perjudicados en las épocas difíciles, no se encontraban en la mejor posición para poner objeciones a las subidas de la tasa de interés que adoptaban los bancos centrales para defender el tipo de cambio. Ni los sindicatos ni los partidos obreros parlamentarios se habían desarrollado lo suficiente para que los trabajadores pudieran insistir en que la defensa del tipo de cambio se atemperara con la búsqueda de otros objetivos” (página 5).

El teorema de la política económica de Jan Tinbergen planteaba que para alcanzar  $n$  objetivos independientes de política económica se precisaban  $n$  instrumentos independientes de política económica. James Meade formuló un caso particular del teorema con dos objetivos, el equilibrio interno y el equilibrio externo, y dos clases de instrumentos, *expenditure-switching policies* y *expenditure-reducing policies*. En un mundo comercialmente abierto, el tipo de cambio es el instrumento principal de la primera clase de políticas, mientras que la segunda está compuesta por las políticas monetaria y fiscal de manejo del gasto agregado. Una consecuencia de un régimen de tipo de cambio fijo o *hard peg*, es la pérdida de un instrumento: la política de gasto agregado, básicamente, la política fiscal,<sup>11</sup> o bien se dirige a alcanzar el equilibrio

---

<sup>11</sup> Con tipo de cambio fijo y libre movilidad del capital se pierde el control sobre la oferta monetaria.

interno o bien se dirige a lograr el equilibrio interno. Aparecen las situaciones de dilema, no se pueden alcanzar ambos objetivos.<sup>12</sup>

La conclusión de Eichengreen es de fundamental importancia: la supeditación de la política económica al objetivo del equilibrio externo sólo fue posible históricamente en regímenes políticos no democráticos. Karl Polanyi (1957) relata cómo el triunfo de las instituciones de mercado con comercio libre, movilidad del capital y patrón oro (que no podían asegurar el equilibrio interno), propio de los países centrales en el siglo XIX, generó una poderosa resistencia de la sociedad que culminó con la victoria de la democracia y el nacimiento de instituciones de economía mixta, que combinaron el estado de bienestar, las políticas anticíclicas, la regulación de los mercados y ... el fin del patrón oro. Eichengreen (2000) recupera esta idea de Polanyi y la utiliza para explicar por qué Bretton Woods no pudo soportar el resurgimiento de la libre movilidad del capital: por qué con democracias consolidadas era imposible renunciar a la búsqueda del equilibrio interno. El resultado fue la flotación de las principales divisas.

A modo de resumen podemos plantear la economía política de la política monetaria con el triángulo de Polanyi-Eichengreen. Este triángulo es una modificación del de Mundell. Podemos lograr dos de los tres objetivos (de jerarquía ciertamente diversa) que figuran en los vértices y hay tres opciones. El patrón oro combinó tipos de cambio fijo con libre movilidad del capital, pero no sobrevivió a la democracia. Bretton Woods combinó tipos de cambio fijo (aunque esporádicamente ajustables) y democracia, con severas restricciones a la movilidad del capital. En los últimos treinta años las democracias de los países centrales han abandonado la fijación del tipo de cambio en un contexto de muy alta movilidad del capital y liberalización de sus flujos.

Recientemente, la gran mayoría de los miembros de la Unión Europea ha lanzado una moneda común. La iniciativa forma parte de un proceso de integración profunda que tiende a la unificación económica y política. El desafío de construir un estado multinacional es formidable y no tiene muchos antecedentes. Si el triángulo es correcto, la supervivencia del euro dependerá del éxito que se logre en la tarea de construcción de un estado europeo democrático.

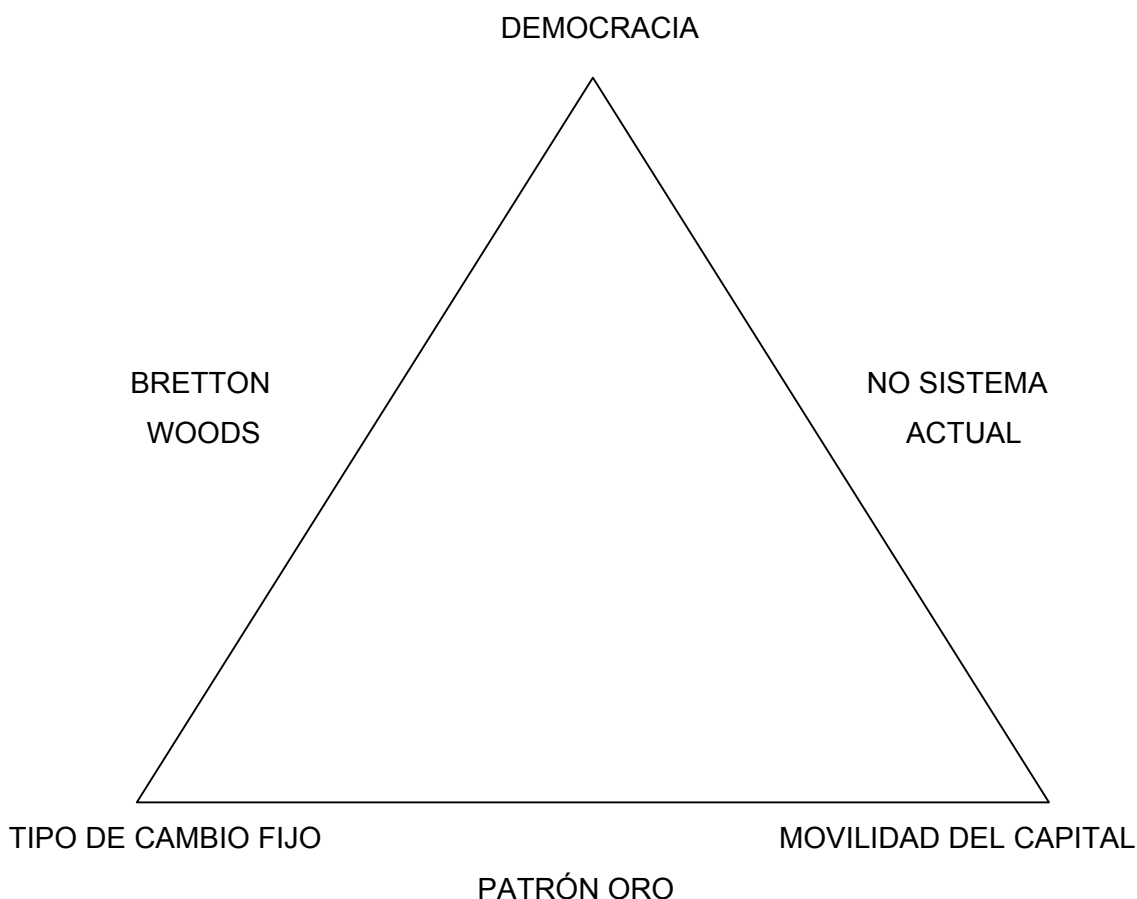
La experiencia de Argentina con la caja de conversión es consistente con el triángulo: las tensiones sociales acumuladas por la política deflacionaria llevaron a una

---

<sup>12</sup> Recurrir al endeudamiento externo sólo podría funcionar por un tiempo, pero no sería sostenible a la larga.

crisis política muy grave que puso en jaque a la democracia. La caja de conversión colapsó y la crisis política se resolvió democráticamente, pero la herencia no será fácil de remontar.

### TRIÁNGULO DE POLANYI-EICHENGREEN



Volvamos a Barro y Gordon. Su propuesta de volver a los *hard pegs* tiene una clara connotación e implicancia política. Más allá de la argumentación técnica, que como ya vimos, resulta deficiente, los autores formulan una propuesta de cambio del régimen **político**, puesto que la política económica forma parte de la **política**. La eliminación lisa y llana de la discrecionalidad que postulan, equivale a dejar fuera de la discusión democrática una de las herramientas fundamentales de la política económica, como es la política monetaria.

El supuesto detrás de la propuesta es que existe **una** regla óptima que debe ser sancionada con fuerza de ley. ¿Quién conoce esta regla? En el artículo de Barro y Gordon todos la conocen y la desean pero por alguna razón, tal vez un costo no fundamentado de implementarla, no la convierten en ley. Esta es una fantasía de

unanimidad tanto en visión como en objetivos. La regla (o su falta) podría no ser única, ya sea porque existen distintas percepciones de cómo funciona el mundo o porque existen objetivos en conflicto pues no hay agente representativo. En el caso de la política monetaria y cambiaria esto es muy claro. El paradigma de expectativas racionales y equilibrio no es el único existente en la profesión. Los conflictos de objetivos también son comunes: existen deudores y acreedores, exportadores e importadores, y así podríamos seguir. Por otra parte, aun cuando existiera unanimidad de visión, una política óptima en el sentido de Pareto no siempre podrá implementarse porque las transferencias de ganadores a perdedores son costosas. Las instituciones políticas de la democracia son las que procesan esta pluralidad de visiones e intereses.

El argumento anterior no intenta desmerecer la discusión sobre reglas o normas que acoten la discrecionalidad de quienes tienen responsabilidades ejecutivas. Una vez que aceptamos la diversidad de intereses que, por supuesto, puede darse y se da entre gobernantes y gobernados, las cuestiones de diseño institucional cobran mayor importancia. Lo que cuestionamos es la sensatez de una postura extrema y rígida, que por eliminar toda discrecionalidad en las decisiones de autoridades democráticamente constituidas, elimine cualquier margen de flexibilidad que permita acomodar las políticas a las innovaciones que se produzcan en las coaliciones políticas, las percepciones prevalecientes de los agentes o el ambiente económico nacional e internacional.

El establecimiento de reglas rígidas podrá reflejar las condiciones predominantes en el momento de su imposición, pero si algo sabemos es que las condiciones cambiarán en direcciones probablemente insospechadas. El problema de la rigidez institucional es que la regla heredada sólo será modificada cuando la percepción del costo de continuar con la misma sea mayor al costo del cambio institucional. El caso argentino ilustra el alto costo de modificar reglas extremadamente rígidas. Como decía Aristóteles hace 2300 años, la virtud consiste en el término medio.

## 8. A modo de conclusión

El ideal que persigue la teoría económica es el de ciencia. Sin embargo, la profesión del economista se ve sometida a modas ideológicas. Algunos de los errores más graves que los economistas cometimos en la última década no se originaron en lo que no sabíamos sino en lo que sabíamos y olvidamos o consideramos que se había



vuelto obsoleto porque el “mundo había cambiado”. El olvido de las lecciones del patrón oro a la hora de sostener una caricatura del mismo, es emblemático al respecto. El problema, sin embargo, no es sólo de los economistas argentinos, como espero que hayamos probado en este trabajo.

El artículo de Barro y Gordon incurre en una inversión reveladora de un problema que no es nuevo. El problema de la inconsistencia dinámica había sido planteado por Robert Strotz en 1956, pero con referencia a los consumidores. La formulación original se refería a la imposibilidad de un consumidor de formular planes temporalmente consistentes cuando el descuento no era exponencial. Esto llevaba a la discusión sobre mecanismos que podían seguir los consumidores para obligarse a ahorrar. El tema de la miopía temporal o el autocontrol no era nuevo, ya que podría rastrearse a Fisher en el siglo XX o a su antecesor del siglo XIX, John Rae. Recuérdese, además, que la seguridad social nació como respuesta a la alta incidencia de la pobreza en las personas mayores debida a los bajos ahorros acumulados por éstas.

Barro y Gordon (y antes Kydland y Prescott) desplazan el problema de la inconsistencia temporal del sector privado al sector público. Quien no puede cumplir con un plan óptimo es el gobierno y ello es consecuencia de su discrecionalidad. Nótese como problemas formalmente similares pueden adquirir una interpretación e implicancias de política, opuestas. Los economistas prestamos mucha atención a los aspectos formales de los modelos de nuestros colegas, por buenas razones, pero solemos aceptar sin mucha discusión los supuestos implícitos o interpretaciones de los autores, lo que puede volvernos víctimas inadvertidas de la moda. Irónicamente, la idea original de Strotz se convirtió en un fecundo tema de investigación de frontera en los últimos años tanto desde el punto vista teórico como empírico, especialmente, en la versión de descuento hiperbólico desarrollada por David Laibson y otros.

Barro ya había realizado una inversión ideológicamente similar en relación a las preferencias intertemporales. Lo que solemos llamar modelo de Ramsey sólo conserva de su formulación original el horizonte infinito del problema de maximización de la utilidad. El problema que se había planteado Frank Ramsey, desde la óptica del planificador, era cuál debía ser la tasa de ahorro óptima de una sociedad.<sup>13</sup> Se trataba de un problema de economía normativa. Dada la percepción entonces prevaleciente entre los economistas neoclásicos de la miopía de los consumidores, una

---

<sup>13</sup> Otra diferencia importante es que Ramsey consideraba inmoral descontar la utilidad de las generaciones futuras.

maximización de horizontes infinitos sólo podía ser planteada por el gobierno. El carácter normativo de las preferencias Ramsey se conservó hasta la década del sesenta cuando se aplicó con algunas modificaciones a modelos de crecimiento óptimo, como puede apreciarse, por ejemplo, en la colección de lecturas compilada por Stiglitz y Uzawa.

El uso actual de las preferencias Ramsey es el de la economía positiva, puesto que se interpreta que describen el comportamiento de las familias o, más propiamente, las dinastías de la economía. Este desplazamiento fue liderado por Barro (1974) en su famoso artículo sobre la equivalencia ricardiana. Los padres dejan herencias a sus hijos tomando en cuenta la utilidad de éstos, la cual a su vez incluye la utilidad de los nietos de los primeros y así sucesivamente hasta restablecer un horizonte infinito.

Nótese la coherencia de las dos inversiones de modelos heredados que lideró Barro: de una visión que enfatiza la miopía del sector privado y la necesidad del gobierno para alcanzar el óptimo social, se pasa a una visión donde el sector privado puede alcanzar un óptimo social en cuanto a lo que de él depende, pero que se ve obstaculizado de lograrlo por la discrecionalidad de un gobierno que actúa de manera miope.

Con el tiempo, estas inversiones tuvieron amplia aceptación en la profesión. Sin embargo, en retrospectiva, su aceptación parece reflejar más la ideología de la época que una superioridad explicativa de las nuevas hipótesis interpretativas apoyadas en una evidencia empírica sólida. Curioso resultado para una disciplina que se considera a sí misma la "reina" de las ciencias sociales.

## APÉNDICE

Considere una función de producción agregada Cobb-Douglas donde las variables tienen el significado habitual,  $G$  denota al gasto en bienes públicos y  $\tau$  la tasa impositiva sobre el ingreso<sup>14</sup>:

$$Y = AK^\alpha(GL)^{1-\alpha}, \quad 0 < \alpha < 1, \quad G = \tau Y,$$

Reemplazando  $G$  en la función de producción y despejando obtenemos:  $Y = K(\tau L)^{(1-\alpha)/\alpha}$

El producto marginal del trabajo es:  $\partial Y / \partial L = [(1-\alpha)/\alpha](K/L)(\tau L)^{(1-\alpha)/\alpha}$

El salario neto del trabajador es:  $W = (1-\tau)[(1-\alpha)/\alpha](K/L)(\tau L)^{(1-\alpha)/\alpha}$

El efecto de un aumento de  $\tau$  sobre el salario neto del trabajador es:

$$\partial W / \partial \tau = -W/(1-\tau) + [(1-\alpha)/\alpha](W/\tau) = W[(1-\alpha)/(\alpha\tau) - 1/(1-\tau)]$$

El signo de  $\partial W / \partial \tau$  es igual al signo de  $(1-\alpha) - \tau$ . El salario neto del trabajador se maximiza cuando  $\tau$  se iguala a  $(1-\alpha)$ . Mientras la tasa impositiva sea menor a la elasticidad del producto respecto a los bienes públicos, su aumento incrementará el salario neto del trabajador, y si la oferta trabajo tiene pendiente positiva (un supuesto implícito del argumento de Barro y Gordon), aumentará el empleo y disminuirá la tasa natural de desempleo.

---

<sup>14</sup> De acuerdo a Barro (1990).

## BIBLIOGRAFÍA

Akerlof, G. Y J. Yellen (1985) “ A Near-Rational Model of the Business cycle, with Wage and Price Inertia”, Quarterly Journal of Economics, vol. 100, suplemento, pp. 823-838.

Barro, R. (1990) “Government Spending in a Model of Endogenous Growth”, Journal of Political Economy, vol. 98, 5, octubre, parte II.

Barro, R. y D. Gordon (1983) “A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model”, Journal of Political Economy, vol. 91, no. 4.

Barro, R. (1974) “Are Government Bonds Net Wealth?”, Journal of Political Economy, 82, 6, diciembre.

Bernanke, B. y M. Parkinson (1991) “Procyclical Labor Productivity and Competing Theories of the Business cycle: Some Evidence from Interwar U.S. Manufacturing Industries”, Journal of Political Economy, vol. 99, junio.

Bordo, M. (1981) “The classical gold standard: some lessons for today”, Federal Reserve Bank of St Louis Review, mayo.

Buchanan, J. (1987) “Constitutional economics”, J. Eatwell, M. Milgate y P. Newman (comp.) The New Palgrave, Mcmillan.

Buchanan, J. y G. Tullock (1993) [1962] El cálculo del consenso, Planeta-Agostini, Barcelona.

Calvo, G. (1978) “On the Time Consistency of Optimal Policy in a Monetary Economy”, Econometrica, 46, 1411-1428.

Eichengreen, B. (2000) La globalización del capital. Historia del sistema monetario internacional, Antoni Bosch editor, Barcelona.

\_\_\_\_\_ (1991) “The Origin and Nature of the Great Slump, Revisited,” Working Paper No. 91-156, Universidad de California, Berkeley, marzo.

- \_\_\_\_\_ (1985) "Editor's introduction", en B. Eichengreen (comp.) The Gold Standard in Theory and History, Methuen.
- Eichengreen, B. y P. Temin (2001) "Counterfactual Histories of the Great Depression", Epilogo a T. Theobald (comp.) The World Economy and National Economies Between the Wars.
- Giavazzi, F. y M. Pagano (1988) "The Advantage of Tying One's Hands: EMS Discipline and Central Bank Credibility", European Economic Review, 32.
- Kreps, D. (1995) Curso de Teoría Microeconómica, McGrawHill, Madrid.
- Kydland, F. y E. Prescott (1977) "Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans", Journal of Political Economy, vol. 85, no. 3.
- Mankiw, N. G. (1985) "Small Menu Costs and Large Business Cycles: A Macroeconomic Model of Monopoly", Quarterly Journal of Economics, Vol. 100, pp. 529-539, mayo.
- Olivera, J. H. G. (1967) "La inflación estructural y el estructuralismo latinoamericano", en O. Sunkel, G. Maynard, D. Seers y J. H. G. Olivera, Inflación y estructura económica, Paidós, Buenos Aires.
- Polanyi, Karl (1957) [1944] The Great Transformation, Rinehart, Nueva York.
- Romer, D. (1996) Advanced Macroeconomics, McGrawHill.
- Strotz, R. (1956) "Myopia and Inconsistency in Dynamic Utility Maximization", Review of Economic Studies, 23.
- Temin, P. (1989) Lessons from the Great Depression, MIT Press.
- Triffin, R. (1970) "Mitos y realidades del patron oro: 1815-1913", en El sistema monetario internacional, Amorrortu editores, Buenos Aires.